



平凡企业资本运作实务丛书

PINGFAN QIYE ZIBEN YUNZUO SHIWU CONGSHU

1

上市公司并购 业务指引

SHANGSHI GONGSI BINGGOU YEWU ZHIYIN



陈平凡 杨 扬◇著



法律出版社
LAW PRESS·CHINA



平凡企业资本运作实务丛书

PINGFAN QIYE ZIBEN YUNZUO SHIWU CONGSHU

1

上市公司并购 业务指引

SHANGSHI GONGSI BINGGOU YEWU ZHIYIN



陈平凡 杨扬◇著



法律出版社
LAW PRESS·CHINA

图书在版编目(CIP)数据

上市公司并购业务指引 / 陈平凡, 杨扬著. —北京:
法律出版社, 2012. 7

(平凡企业资本运作实务丛书)

ISBN 978 - 7 - 5118 - 3549 - 9

I. ①上… II. ①陈…②杨… III. ①上市公司—企
业兼并—研究—中国 IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 105962 号

上市公司并购业务指引

陈平凡 杨扬 著

责任编辑 郑 导
装帧设计 汪奇峰

© 法律出版社·中国

开本 710 毫米×1000 毫米 1/16

版本 2012 年 8 月第 1 版

出版 法律出版社

总发行 中国法律图书有限公司

印刷 三河市国新印装有限公司

印张 18.25 字数 267 千

印次 2012 年 8 月第 1 次印刷

编辑统筹 独立项目策划部

经销 新华书店

责任印制 张建伟

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

电子邮件/info@lawpress.com.cn

网址/www.lawpress.com.cn

销售热线/010-63939792/9779

咨询电话/010-63939796

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

全国各地中法图分、子公司电话:

第一法律书店/010-63939781/9782

重庆公司/023-65382816/2908

北京分公司/010-62534456

西安分公司/029-85388843

上海公司/021-62071010/1636

深圳公司/0755-83072995

书号:ISBN 978 - 7 - 5118 - 3549 - 9

定价:48.00 元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

序 言

投资银行是证券和股份公司制度发展到特定阶段的产物,是发达证券市场和成熟金融体系的重要主体,在现代社会经济发展中发挥着沟通资金供求、构造证券市场、推动企业并购、促进产业集中和规模经济形成、优化资源配置等重要作用。就资本市场而言,投资银行业务及其运行无疑扮演着非常关键的角色。

而一个显而易见的事实却是,尽管,近年来国内详细介绍投资银行业务方面的法律运作的理论著作已有一些,但具有实际操作价值的实务性中文书籍却寥寥无几。将此置于中国投资银行业务乃至资本市场发展亟需提速的当下,不能不说有几分遗憾。

相比之下,在美国、英国等资本市场发达的国家,关于这方面的著作可谓汗牛充栋,甚至有专门的出版社经营此类图书。另外,在我国,在法律理论和实务界,介绍投资银行业务运行过程的法律制度和法律实务的书籍较多,但是从资本市场的大视角精细研究投资银行业务中法律实务问题,将法律和投资银行具体实践紧密相联系的书籍亦不多见。

众所周知,投资银行业务中所涉及到的法律问题很多,且投资银行业务作为一项新兴业务,许多法律概念和法律关系的形成和界定都有个过程。这些法律概念和法律关系是一个企业存续中必然出现的,也是投资银行业务中,无论是股权融资、债权融资、项目融资、公司并购、企业上市等等,均是必须涉及的。

因此,本套丛书的出现,是市场对投资银行可操作性运行、流程和具体业务细节的需求的积极回应。而从其创新的体例结构、独到的理论阐释、精彩的实战技法等层面来看,堪称是近些年来中国少有的一套投资银行业

务“孙子兵法”。

进一步看,资本市场中投资银行的主要业务流程和操作细节本不是商业秘密,不应当为特殊的行业和机构所把持和垄断。对其的揭示和传播,有利于市场信息不对称的救治,有利于资本融资的公开、公平和公正,有利于我国有效资本市场的建立。通过对这方面知识的挖掘和传播,将投资银行业务从高高的金融金字塔中解放出来,使其普及化,不但有利于资本市场的快速发展,促进了投资银行业务的交流和发展;还有利于投资者金融意识的培养,有利于逐步发展金融文化,有利于加强国家金融安全。从这个意义上看,本套丛书无疑具有了更深层次的现实价值。

当前,中国正在大力发展资本市场,很多城市都在努力把自己打造成我国的金融中心。毫无疑问,在这个过程中,具有实务操作能力的人才短缺,成为发展的一个制约因素。而对于这个问题的解决,完全寄希望现今尚存在诸多弊病的高校教育是远远不够的。最迫切的解决之道,恐怕还需要投资银行实务界的自救。因此,投资银行实务界需要在实务中不断总结和发展这方面的知识,以公开著书立说的方式,为那些有志于从事金融实务业务的人士提供入门性的,甚至更为专家型的指导书籍,帮助他们能够迅速把握相关业务操作要领,在入行后快速进入角色。

从这个角度出发,本丛书作者将他们在这个领域多年积淀的经验和心得著成文字,与大家共享和共勉。应该说,本丛书所构筑的“体系”是作者进一步研究实践问题的提纲,其中有些问题还有待于进一步深化。对问题进一步的了解,需要众多读者同仁共同讨论。正是基于这个思路,作者出版了这套丛书,请读者提出宝贵的批评意见,以便从中吸取真知灼见进一步完善资本运作实务的理论与实践。

值得特别指出的是,本丛书的主要作者陈平凡先生系湖南金州律师事务所高级合伙人、董事,并担任湘潭大学法学院资本运作法律实务研究中心主任、湖南省法学会财税法学研究会副会长等多项职务,有着数年的法律行业的实践经验,在金融实践操作和理论、政策研究方面均颇有所建树,在日常分析问题和解决问题时,观点独到、敏锐、务实,在业界享有良好的声誉。从这套丛书的谋局部篇及涉及的讨论问题可以看出,丛书不仅为战略研究所需的理论创新作了铺垫,同时讨论的内容直指中国当前金融领域的热点问题。丛书在语言运用上力求准确、严谨,而又不失明白和畅达,体

现出实务性著作所追求的文风。更难得的是,作者在书中使用各种直观清晰的数据统计列表,增添了本书的审美价值,更增强了它的可读实用性。

看得出来,这套丛书并不追求个人得失,而是希望对社会有所贡献。我愿借此序,衷心希望我们的法律工作者及其他行业的有志之士能够继续积极探索,躬耕实务,为国家金融行业的发展作出更多的贡献。

湖南省金融办主任 张志军
2012年7月26日

目 录

Contents

第一章 上市公司并购重组概述	1
第一节 上市公司收购	2
一、上市公司收购人的资格	2
二、一致行动与一致行动人	4
三、上市公司控制权的取得方式	5
第二节 上市公司收购的类别和基本原则	6
一、上市公司收购的类型	6
二、上市公司收购遵循的原则	9
第三节 上市公司收购中的披露	10
一、披露制度概述	10
二、披露主体及权益计算方法	12
三、披露的主要内容	13
四、阶段性、分层次披露	16
五、特殊披露规定	18
第二章 上市公司并购重组中财务顾问制度	20
第一节 财务顾问制度概述	20
一、财务顾问制度概述	20
二、主要相关规定	20
三、禁止性规定	22
第二节 财务顾问从业资格	22
一、财务顾问的资格	23

二、财务顾问主办人的资格	24
三、资格申请	25
四、主办人资格申请	26
第三节 财务顾问的职责	27
一、收购管理办法	27
二、财务顾问管理办法	31
三、法律责任	36
第四节 财务顾问的监管机制	36
一、监管机构	36
二、持续信用监管	37
三、监管措施	37
四、财务顾问和相关当事人的法定义务	38
第三章 上市公司股权收购操作	40
第一节 要约收购操作	40
一、要约收购概述	40
二、要约收购基本规定	41
三、上市公司要约收购的操作	44
四、要约收购的主要文件	47
五、要约收购中的其他问题	89
第二节 协议收购的操作	93
一、协议收购概述	93
二、协议收购的操作	95
三、国有股东的协议转让	99
四、协议收购的文件	102
第三节 间接受购的操作	116
一、间接受购概述	116
二、间接受购的操作	118
三、几个特殊问题	120
第四节 要约收购义务的豁免	122
一、收购义务豁免制度概述	122
二、豁免的程序	123

三、豁免申请文件	124
第四章 上市公司国有资产转让操作	129
第一节 产权界定和评估	129
一、国有资产产权的界定	129
二、国有资产产权登记操作	135
三、国有资产产权评估操作	137
第二节 产权转让操作	145
一、概述	145
二、程序性要求	146
三、交易控制	148
第五章 外资并购上市公司	151
第一节 国有股、法人股向外商转让	151
一、概述	151
二、转让操作	152
第二节 外国投资者的战略投资	153
一、外国战略投资者的资格	153
二、战略投资的操作	155
三、投资后的变更及处置	158
第六章 管理层收购和反并购措施	160
第一节 上市公司管理层收购	160
一、管理层收购的特点	160
二、管理层收购的前期准备	161
三、管理层收购的操作	162
四、法律上限制性规定	163
第二节 反并购制度	164
一、控制权加强措施	164
二、提高收购成本	166
三、降低目标公司的吸引力	167

第七章 上市公司资产定价	170
第一节 红利折现法	171
一、计算公式	171
二、红利固定增长的折现模型	172
三、红利增长率方法的缺陷	174
第二节 现金流折现法	174
一、现金流折现法的步骤	174
二、计算公式	177
第三节 市盈率法	180
一、市盈率概述	180
二、利用市盈率评估目标公司的价值	181
第四节 其他估值方法	182
一、账面价值法和清算价值法	182
二、托宾 Q 值法	183
三、同类公司对比法	184
四、历史价格法与混合评估法	185
五、无形资产的评估	186
第八章 上市公司并购价款支付与税收	190
第一节 并购交易的支付方式	190
一、并购付款	190
二、公司并购的融资方式	193
第二节 上市公司并购中的税收	199
一、企业并购的税收概述	199
二、税收筹划注意事项	201
三、税收筹划选择	202
四、不同并购支付方式的税收	206
五、不同企业组织形式可选择的税收	208
第三节 并购交易中的贷款方式	210
一、并购贷款概述	210
二、并购贷款类型	213

三、并购贷款的条件和程序	216
四、并购贷款中涉及的税收优惠政策	219
第九章 上市公司重大资产重组操作	222
第一节 重大资产重组的界定	222
一、上市公司重大资产重组的界定	222
二、重大资产重组构成要件	224
第二节 重大资产重组操作	226
一、重组筹划	226
二、中介机构的参与	227
三、董事会决议	228
四、股东大会审议	229
五、证监会审核	230
六、重组的实施	233
第十章 上市公司发行新股购买资产	235
第一节 上市公司发行股份购买资产概述	235
一、发行股份购买资产的定性	235
二、发行股份购买资产的主要作用	236
三、发行股份购买资产的条件	238
第二节 发行股份购买资产的操作	240
一、发行定价	240
二、股份锁定期	241
三、购买资产的程序	242
四、相关文书要求	243
五、申请材料示范文本	270
第三节 通过买壳实现上市	273
一、买壳上市概述	273
二、买壳上市先期操作	273
三、买壳上市后期操作	276

第一章

上市公司并购重组概述

作为搞活企业、盘活国企资产的一条重要途径,上市并购重组虽然频繁地被提及,但是在我国学术界和实务界却都没有一个明确的定义,所以目前来看并购在中国暂时还只是一个宽泛的经济学概念。并购第一次被提出是在 2004 年颁布的《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)中的第 5 条,它指出“鼓励已上市公司进行以市场为主导的、有利公司持续发展的并购重组”,后来又出现在证监会 2006 年颁布的《中国证券监督管理委员会上市公司并购重组审核委员会工作规程》和 2008 年颁布的《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》,它们都直接将并购重组作为标题。

确切地讲,上市公司并购重组不是一个法律概念,而是上市公司收购、合并和分立、重大资产重组等对上市公司股权结构、资产和负债结构、利润及业务能够产生重大影响活动的总称。所以,上市公司并购重组的内容包括“买壳上市”、“整体上市”、“注入资产”。而在我国,上市公司并购重组主要指上市公司的股权变动、上市公司内部的资产变动。上市公司的股权变动常通过上市公司的收购行为实现;上市公司内部资产变动以上市公司的重大资产重组的形式实现。本书中的上市并购重组如未作特别说明,仅指上市公司的收购与资产重组。

第一节 上市公司收购

虽然目前在全球范围内,公司和企业都在积极地进行公司收购,其中不乏一些跨国公司,但各国证券法对于上市公司收购的含义却有不同的规定,概括起来主要有狭义和广义之分。广义的上市公司收购,包括要约收购和协议收购。其中要约收购是指收购方以向目标公司股东发出收购要约的方式,购买该公司的有表决权的证券。协议收购是指收购方通过与目标公司的股票持有人达成收购协议,从而进行收购。狭义的上市公司收购特指要约收购。我国证券法采广义的解释,即上市公司收购可以采取要约收购或者协议收购的方式。

在我国关于上市公司收购的直接规定,是2006年7月31日由中国证监会制定并发布的《上市公司收购管理办法》,该办法于同年9月1日开始实施。其中明确规定,上市公司收购是指收购人通过证券交易所股份转让活动持有上市公司股份达到一定比例,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的程度,导致其获得或者可能获得对该公司的实际控制权的行为。从中我们可以看到,公司收购变现是一个动态过程,随着收购行为的进行,收购者会逐渐取得对目标上市公司的实际控制权。同时通过股份转让完成上市公司收购主要有两个特点:一是收购人通过收购行为持有被收购目标公司一定比例的股份;二是收购人在被收购的目标公司持有的股份达到了实际控制上市公司的程度,成为目标公司新的控股股东。

《上市公司收购管理办法》包括公司收购行为的延续过程以及因此产生的法律后果,这种规定是较为全面合理的,并且随着近些年来市场化的逐步完善以及金融体制改革的不断深入,我国对收购行为的认识也必将不断深入,日臻成熟。同时,目前该办法只适用于上市公司股份的收购,而非上市公司股份收购则应遵循《关于企业兼并的暂行管理办法》的规定。

一、上市公司收购人的资格

何为收购人?收购人指的是,通过投资协议、关系或者其他安排的途径实际控制股东的人,也指通过取得公司股份成为上市公司控股股东的

人,再或者是同时采取以上两种方式取得上市公司控制权的人。因此收购人一般包括投资者及与投资者一致行动的其他人。为了避免收购人在对上市公司收购时不能做到履行诚信义务、缺乏收购实力,或者是进行恶意收购,《上市公司收购管理办法》对收购人的资格进行了限制,其中第6条明确规定了以下五种不得收购的情形:

- (1) 收购人负有数额较大的债务,到期未清偿,且处于持续状态;
- (2) 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;
- (3) 收购人最近3年有严重的证券市场失信行为;
- (4) 收购人为自然人的,存在《公司法》第147条规定的情形;(《公司法》第147条规定了以下情形:
 - ① 无民事行为能力人或限制行为能力人;
 - ② 因贪污、贿赂、侵占财产、挪用财产或破坏社会主义市场经济秩序,被判处刑罚,执行期满5年的,或者因犯罪被剥夺政治权利,执行期未愈5年的;
 - ③ 担任破产清算的公司、企业的董事或者厂长、经理,对该公司、企业的破产负有个人责任的,自该公司破产清算完结之日起未愈3年;
 - ④ 担任因违法吊销营业执照、责令关闭公司、企业的法定代表人,并负有个人责任的,自该公司、企业被吊销营业执照之日起未愈3年;
 - ⑤ 个人所负数额较大的债务到期未清偿的。)
- (5) 法律、行政法规规定以及证监会认定的不得收购上市的其他情形。

除上述限制性条款之外,《上市公司收购管理办法》第50条还明确了上市公司收购人的资格要求,要求符合上市公司收购人资格的人,应当向中国证监会提交以下必备文件:

- (1) 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;
- (2) 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;
- (3) 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;

(4)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;

(5)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;

(6)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(2)项至第(6)项规定的文件外,还应当提交以下文件:

(1)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;

(2)收购人接受中国司法、仲裁管辖的声明。

二、一致行动与一致行动人

《上市公司收购管理办法》第83条规定,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。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。投资者如无相反证据,其他投资者有下列情形之一的,其他投资者应视为一致行动人:

(1)投资者之间有股权控制关系。

(2)投资者受同一主体控制。

(3)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。

(4)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。

(5)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。

(6) 投资者之间存在合伙、合作、联营等其他经济利益关系。

(7) 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。

(8) 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。

(9) 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。

(10) 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,或者与自己或者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。

(11) 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。

(12) 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。投资者所持有的股份,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。

在上市公司收购过程中,收购方可能为了规避法律法规规定的信息披露义务,或者要约收购等法定义务,而采取非关联化处理,让多个收购主体出面采取行动,在这个过程中,因为每个收购主体购买的同一家公司的股票都低于法定比例,所以避免了信息披露或要约收购义务,但同时又实质上控制了上市公司,可谓一举两得。但是这种方式也可能产生有害的结果,例如,在我国上市公司的收购行为中,因为一致行动人通常掌握了信息和经济上的优势,他们违反证券市场的“公开”、“公平”、“公正”原则,这是对其他投资者合法利益的侵犯。

三、上市公司控制权的取得方式

如果投资者具备以下情形之一,可认为掌握了上市公司的控制权:

(1) 投资者为持有上市公司 50% 以上股权的控股股东。

(2) 投资者可以实际支配上市公司超过 30% 股份所对应的股权。

(3) 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。

(4) 投资者依其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。

(5) 中国证监会认定的其他情形。

这里的收购人包括投资者以及与其一致行动的他人。对于收购人取得公司控制权的方式,在上文已经提到,主要包括通过投资关系、协议、其他安排的途径成为上市公司实际控制人,或者通过取得上市公司股份成为其控股股东,再或者同时采取上述方式和途径取得上市公司控制权。

第二节 上市公司收购的类别和基本原则

一、上市公司收购的类型

(一) 股份交易收购、货币收购、承债式收购、综合证券收购

这种划分是根据收购的支付方式。其中股份交易收购是指,并购方以自己公司发行的股份换取目标公司的部分或全部资产或股份达到收购目的。它包括两种情形:一种是收购方用自己公司发行的股票换取目标公司的大部或全部股票,从而达到控制目标公司的目的;另一种是收购方以自己公司发行的股票换取目标公司大部分或全部资产,收购方在目标公司部分或全部的债务承担上享有一定选择权。

货币收购是指收购公司以货币方式购买目标企业部分或全部资产或股份的收购方式。它又包含两种情况:一种是并购方使用货币购买目标公司大部分或全部股份的收购方式,并且主要是通过市场、柜台或协商来购买。另一种是收购方以货币购买目标公司的全部资产,使货币成为被并购公司可持续经营的唯一物质基础,实际上成为有资本结构却无生产资源的空壳公司,但是,该种收购方式的问题在于,收购方有能力筹措到大量货币,这对于公司来说这是一个相当大的压力。

承债式收购是指收购人以承担目标公司的部分或全部负债为条件,从而取得对目标企业的资产所有权和经营权,这些目标公司虽然在经营上存有困难、负债较重,但总体上仍具有发展前景。收购人在收购目标公司之后通常会对其进行重组并清偿债务。债务的清偿既可以利用自己的资金,也可以类似于杠杆收购,利用目标公司重组后产生的现金流。

综合证券收购是指上市公司的收购不仅限于货币、股票的支付方式,