

上市公司 并购重组

操作实务指引

邱 丽 殷磊刚 / 编著

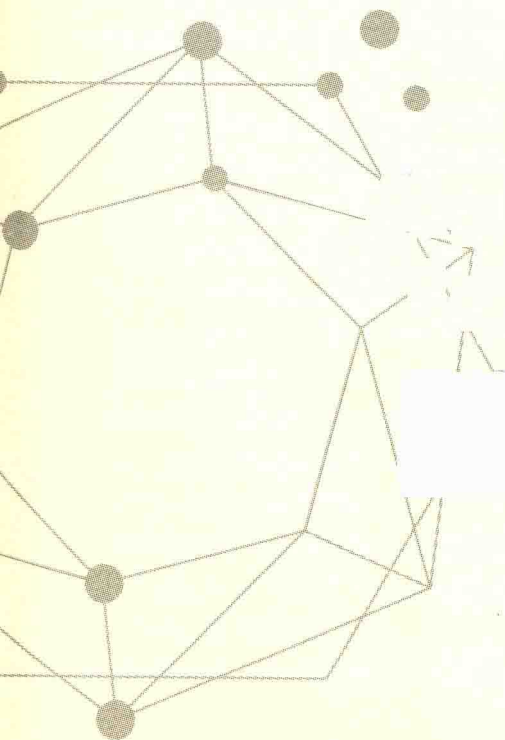


法律出版社 | LAW PRESS

上市公司 并购重组

操作实务指引

邱 丽 殷磊刚 / 编著



图书在版编目(CIP)数据

上市公司并购重组操作实务指引 / 邱丽, 殷磊刚编
著. —北京: 法律出版社, 2017. 4
ISBN 978 - 7 - 5197 - 0669 - 2
(申港证券实务指导丛书)

I. ①上… II. ①邱…②殷… III. ①上市公司—企
业兼并—研究—中国②上市公司—企业重组—研究—中国
IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 047891 号

上市公司并购重组操作实务指引
SHANGSHI GONGSI BINGGOU CHONGZU
CAOZUO SHIWU ZHIYIN

邱 丽 编著
殷磊刚

策划编辑 郑 导
责任编辑 郑 导
装帧设计 鲍龙升

出版 法律出版社
总发行 中国法律图书有限公司
经销 新华书店
印刷 中煤(北京)印务有限公司
责任校对 晁明慧
责任印制 张建伟

编辑统筹 独立项目策划部
开本 710 毫米×1000 毫米 1/16
印张 26.25
字数 430 千
版本 2017 年 5 月第 1 版
印次 2017 年 5 月第 1 次印刷

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

网址/www.lawpress.com.cn

投稿邮箱/info@lawpress.com.cn

举报维权邮箱/jbwq@lawpress.com.cn

销售热线 4106093978
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、子公司销售电话:

统一销售客服/400-660-6393

第一法律书店/010-63939781/9782

西安分公司/029-85330678

重庆分公司/023-67453036

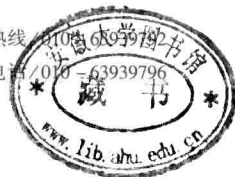
上海分公司/021-62071639/1636

深圳分公司/0755-83072995

书号:ISBN 978 - 7 - 5197 - 0669 - 2

定价:76.00 元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)



作者简介

邱 丽

北京大学法律硕士、律师、保荐代表人，2008 年投身证券行业，现任申港证券股份有限公司投资银行总部执行总经理，投资银行总部三部负责人，内核委员，曾参与了东方雨虹首次公开发行并上市、葵花药业首次公开发行并上市、新宏泰首次公开发行并上市、实丰文化首次公开发行并上市、中源协和非公开发行、骅威文化发行股份购买资产、员工持股、空间电源改制等项目，具有扎实的法律知识和良好的业务能力。

殷磊刚

江苏大学会计学专业硕士，中国注册会计师，现任申港证券投资银行总部业务董事。曾参与或负责葵花药业首发上市、中瑞思创首发上市、金洲管道首发上市、卫士通重大资产重组、国投中鲁重大资产重组、骅威股份影视项目重大资产重组、骅威文化游戏互联网项目重大资产重组、东南科技股份改制等项目。

总 序

2013年8月中央人民政府与香港特区和澳门特区签署《关于建立更紧密经贸关系的安排》(CEPA)补充协议十。根据此协议的规定,允许内地证券公司对港澳地区进一步开放:一是允许符合条件的港资、澳资金融机构分别在上海市、广东省、深圳市各设立1家两地合资全牌照证券公司,港资、澳资持股比例最高可达51%,内地股东不限于证券公司。二是允许符合条件的港资、澳资金融机构分别在内地批准的在金融改革方面先行先试的若干改革试验区内,各新设1家两地合资全牌照证券公司,内地股东不限于证券公司,港资、澳资持股比例不超过49%,且取消内地单一股东须持股49%的限制。2015年8月21日,中国证券监督管理委员会发布《落实CEPA补充协议十有关政策 进一步扩大证券经营机构对外开放》,启动该项审批工作。

为了抓住这一战略机遇,赛领国际投资基金(上海)有限公司联合3家香港持牌金融机构、10家国内相关企业等机构投资者,在上海自贸区共同发起设立申港证券股份有限公司。2016年3月14日,申港证券股份有限公司设立获得中国证券监督管理委员会批复,成为根据CEPA补充协议十设立的首家两地合资多牌照证券公司,也是自1998年以来国内首次批准新设的综合性券商。公司设立时的业务范围为证券经纪、证券承销与保荐、证券自营、证券资产管理等,持续合规经营满1年后,可以按规定申请其他证券业务牌照,成为牌照齐全的证券公司。

公司注册资本35亿元人民币,其中港资投资额合计12.2亿元人民币,占总股份的34.86%。公司根植上海、服务全国、联动两地,立足差异化、特色化经营,致力于打造机制灵活、治理完善、服务卓越、绩效优良,具有独特核心竞争力的现代投资银行。业务发展上秉持“专业化、市场化、国际化”的企业使命,“以客户为中心”的服务理念,积极拥抱互联网金融,以“大经纪+大资管+大投行”业务为核心,努力探索其他多元化的创新业务,构建独具特色的“3+X”业务格局,积极培育产品设计和风险定价两大核心业务能力以及资本补充和风险管理两大核心管理能力,以轻资本、轻资产为方向保持适度发展规模,走一条更加注重质量和效益的集约化、特色化经营之路。

申港证券股份有限公司虽然是一家新券商,但其优良的管理机制和企业文

化,迅速吸引、汇聚了各种人才,已经初步拥有了一支具备丰富经验和良好职业素养的精英团队,人员均来自于知名金融机构,毕业于国内外著名高校,涵盖经济、金融、法律、管理、信息技术等专业领域。为将专业知识和实务经验予以记录和传承,打造学习型组织,规范各项业务流程,提升专业能力,奠定“专业化、市场化、国际化、规范化”的发展方向,牢筑风控防线、稳健合规经营,公司特邀请公司各业务领域专业技能过硬,实务经验丰富的骨干人才,组织编写《申港证券实务指导丛书》,作为员工教育的培训教材和各项业务的操作手册。

丛书内容涵盖 IPO、并购重组、上市公司收购、新三板、债务融资、资产管理等业务,包括分析持续盈利能力、独立性、财务核算、规范运行、信息披露等监管关注点,为客户上市中的常见问题提供解决思路和对策的《公司 IPO 实务操作指南》;结合最新法律、法规对重大资产重组、上市公司收购、借壳上市等问题进行全面解读的《上市公司并购重组实务指引》;对现有上市公司收购重要法律进行整理,通过案例分析帮助和指导读者做好上市公司收购这个“技术活”的《上市公司收购实务操作指引》;对三板挂牌标准、流程、尽职调查、股份制改造、信息披露、价值发现等重大事项进行全面梳理的《“新三板”实务操作指引》;汇集了企业债、公司债、可转债、优先股、可交债、中期票据等各类债务融资方式的方案设计和发行操作的《企业债务融资方式》;在“兴利除弊、回归本质”的总体监管原则下引导资产管理业务回归本源,平稳有序地化解资管业务风险的《证券公司资产管理业务操作实务》等。

丛书汇聚了奋战在市场和业务一线的申港人的实践经验和聪明智慧,经过审慎的推敲,最后做到质而不俚、辩而不华才予以面世。丛书的初衷是为申港员工和客户提供实务指导,帮助他们了解业务操作的流程、核心问题和解决方案,但也奉献给其他正在从事和有志于从事金融行业的朋友,打算和正在通过股权、债权方式融资的企业家。

伴随着资本市场的日趋活跃,监管政策及监管理念也发生着深刻的变化,丛书作者基于对现行有效的法规及政策的理解完成了本书的编写,部分内容可能随着时间的推移监管形势的变化而失效,我们会不定期的对丛书内容进行更新和修正,以期与时俱进,恳请各位读者不吝批评指正。

最后,感谢丛书撰稿人在百忙之中挤出时间写作,将自己多年积累下来的实务经验在书中毫无保留地倾囊相授。公司其他同事在丛书编写过程中,做了大量的资料整理、案例筛选工作,在此表示衷心的感谢。另外,本书能够顺利出版,离不开隋平先生和法律出版社对选题和创作给予的大力支持,在此一并致谢!

申港证券总裁 刘化军

2017 年 4 月

序 言

中国资本市场经过二十余年的改革发展,上市公司已经成为国民经济发展的中坚力量,并购重组作为资本市场资源配置的重要方式之一,成为上市公司资源整合、做强做大和推动公司价值快速增长的重要手段,也是国家经济结构调整和经济发展方式转变的重要工具。

当前中国仍处于重要的战略机遇期,经济新常态倒逼经济结构调整和产业升级,并购重组作为我国推动经济结构调整和产业升级的重要手段,近年来,政府相继出台了一系列与并购重组密切相关文件,如2010年《国务院关于促进企业兼并重组的意见》(国发〔2010〕27号)、2013年《国务院办公厅关于金融支持经济结构调整和转型升级的指导意见》(国办发〔2013〕67号)、2014年《国务院关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》(国发〔2014〕14号)、2015年证监会、财政部、国资委、银监会四部委联合发布《关于鼓励上市公司兼并重组、现金分红及回购股份的通知》(证监发〔2015〕61号)以及2016年10月国务院公布《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》(国发〔2016〕54号)等。

在产业升级转型的内在需求、公司业务调整的内在动力和环境政策的外在推动下,上市公司并购重组活动日趋活跃。根据君玉资本发布的《中国上市公司并购重组报告(2015)》:2014年度上市公司共公告了475项重组事件,披露交易金额2306.29亿元人民币;2015年度上市公司共公告了1444次并购重组事项,披露交易金额达15,766.49亿元人民币,A股市场上并购重组热潮高温不退。

为进一步优化并购重组市场环境,为上市公司并购重组

提供更完善的政策环境,2014年10月,中国证监会发布了《关于修改〈上市公司收购管理办法〉的决定》(中国证券监督管理委员会令第108号)和《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109号),强调了“放松管制、加强监管”的市场化监督理念;2015年9月,中国证监会公布了《上市公司监管法律法规常见问题与解答修订汇编》,进一步优化了并购重组审核流程;为进一步贯彻落实“依法监管、从严监管、全面监管”,防止过度“炒壳”等上市公司并购重组中的偏差,继续支持通过并购重组提升上市公司质量,2016年9月,中国证监会发布了《关于修改〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定》(中国证券监督管理委员会令第127号)。

伴随着上市公司并购重组活动的日趋活跃,我国并购重组的相关政策及监管理念也发生着深刻的变化,这也决定了并购重组没有固定的模式,任何一个并购重组方案都有着诸多并购技巧的综合运用,且部分技巧可能随着法律法规等的完善而失效。因此,本书作者基于过往的并购重组实务经验和并购重组法规的理解完成了本书的编写,书中有不尽完善之处,恳请各位读者不吝批评指正。

邱 丽

2017年4月

目 录

第一章 上市公司并购重组概述	1
第一节 上市公司并购重组的基本概念和分类.....	1
第二节 上市公司并购重组的市场概况和特征.....	5
第二章 上市公司并购重组监管规则体系	7
第一节 并购重组主要法规体系.....	7
第二节 并购重组的宏观政策.....	8
第三节 上市公司并购重组的相关法规、规章和规范性文件.....	10
第四节 证监会上市公司监管法规政策主要常见问题解答.....	11
第五节 与上市公司并购重组有关的部分解释意见.....	12
第六节 上市公司并购重组涉及的自律制度.....	13
第七节 上市公司并购重组涉及的其他法规.....	14
第三章 上市公司资产重组运作解析	15
第一节 上市公司资产重组的分类和判断标准.....	15
第二节 上市公司非重大资产重组的运作.....	18
第三节 上市公司重大资产重组运作之道.....	30
第四节 上市公司并购重组核心谈判要点分析.....	63
第五节 上市公司重大资产重组共性问题关注要点.....	78
第四章 上市公司重大资产重组案例剖析	97
第一节 浙江宏磊铜业重大资产出售暨关联交易.....	97
第二节 中国电建重大资产购买并发行优先股募集配套资金 暨关联交易.....	116
第三节 北京掌趣科技发行股份及支付现金购买资产.....	130
第四节 通化金马药业重组,组织过桥融资、平衡各方利益.....	143
第五章 上市公司收购	158
第一节 上市公司收购概述.....	158
第二节 上市公司收购中的权益披露.....	174
第三节 要约收购.....	185

第四节 要约收购案例回顾	200
第五节 协议收购	220
第六节 间接收购	222
第七节 上市公司收购中的短线交易和限制表决权及案例分析	225
第六章 借壳上市	235
第一节 借壳上市概述	235
第二节 借壳上市的基本环节和选壳	243
第三节 借壳上市案例剖析	246
第四节 绕开借壳上市的重组方案剖析	276
第七章 重大资产重组被否原因剖析	336
第一节 最近一年未过会的案例及否决理由	336
第二节 典型未过会案例研究	345
 附件一 上市公司重大资产重组管理办法	 363
附件二 上市公司收购管理办法	380
参考文献资料	405

第一章 上市公司并购重组概述

第一节 上市公司并购重组的基本概念和分类

一、并购重组的基本概念

并购重组不是准确的法律概念,是一种概括性的概念,要表达的是资源的优化配置、调整产业结构、产生规模经济效益、实现生产与资本的迅速扩张、企业价值再发现和再创造的过程等作用的一个经济学概念。^①

上市公司并购重组同样也不是一个准确的法律概念,是资本市场上约定俗成的说法,主要包括上市公司资产重组(购买、出售资产)、控制权转让(收购)、合并、分立、股份回购等对上市公司股权结构、资产和负债机构以及利润和业务产生重大影响的活动。

(一)控制权转让(收购)

控制权转让,是指取得和巩固控制权,主要涉及上市公司控股股东和实际控制人的调整。包括通过直接持股成为上市公司的控股股东;通过投资关系、协议和其他安排等间接收购方式成为上市公司的实际控制人。

(二)资产重组(购买、出售资产)

资产重组,是指在公司日常经营活动之外,上市公司通过购买、出售资产对公司的资产和负债进行调整,导致其资

^① 马晓:《上市公司并购重组监管制度解析》,法律出版社2009年版。

产、业务、收入、利润等构成发生重大变化的行为。

(三) 合并与分立

合并指两个及两个以上的公司合并为一个公司的行为,既包括存续公司兼并其他公司并将被合并公司解散;也包括两个及两个以上的公司合并设立一个新公司的行为。公司合并既有股权结构的调整,又有资产和负债的变化。

公司分立通常指一家公司分成两个或两个以上具有独立法律地位而且互不具有股权连接关系的公司。

(四) 股份回购

股份回购指上市公司收购本公司发行的流通股股份,并在收购后予以注销或用于股权激励等的行为,从而导致公司资产、负债和股权结构发生变化。

二、并购重组的分类

中国证券监督管理委员会编制并发布的《中国上市公司并购重组发展报告》指出:在目前中国股票市场环境下,虽然并购和重组的监管相对独立,但是实际操作中并购和重组往往密不可分,因此,我们在类型总结中将两者进行合并。

根据不同的分类标准,上市公司并购重组大致可以分为以下几种类型:^①

(一) 依据并购的目的和范围不同,分为产业性并购、重组性并购和财务性并购

产业性并购,是指上市公司以自身为主体,以优化产业结构为目的,横向或者纵向收购产业链上的独立第三方企业,突出协同效应,实现跨越式成长的一种收购方式。产业性并购的目的是实现产业结构的调整优化,通过并购行为,实现公司在经营领域和经营地域扩张的目的。产业性并购的标的一般为同行业或者相关行业的企业,并购的目的在于实现增量价值。

重组性并购一般是通过注入优质资产,实现集团内资产或业务的优化整合,或者通过购买不相关的独立第三方企业,实现公司主营业务的转型变更。重组性并购的标的通常较为多样,并购的目的在于盘活存量资产。

财务性并购通常单纯从企业短期利润和市值的角度出发,利用资本市场出现的并购机会,通过公司的买卖行为赚钱差价或提升上市公司市值的短期利益行为。

产业性并购和财务性并购是相关联系的,财务性并购者通过退出实现投资

^① 深圳证券交易所创业企业培训中心编:《上市公司并购重组问答》,中国财政经济出版社2014年版。

收益,而再次转让给产业并购者是财务并购者最常选择的退出途径之一。有时候财务并购者在谋求并购的同时,就已经开始联络、筹划后续的产业并购。例如,如果被并购企业处于成长期,利润稳定性差或存在某些需要一定时间才能补正的瑕疵,或者并购存在暂时性的政策障碍,产业性并购者无法立即自行收购,产业投资者可以安排与自己关系密切的财务并购者先行并购,避免标的落入竞争对手之手。最近几年逐渐兴起的“上市公司+PE”模式中很多就属于产业性并购和财务性并购联合协作的运作方式。

(二) 依据并购双方所属的行业性关系不同,分为横向并购、纵向并购和混合并购

横向并购,是指两个或两个以上生产和销售相同或相似产品公司之间的并购行为。横向并购对公司的价值在于弥补了公司资产配置不足,由于规模效应而使生产成本降低,提供了市场份额,从而大大增强了企业的竞争力和盈利能力。

纵向并购,是指产业链上的公司对上下游进行并购重组,纵向并购的企业之间不是直接的竞争关系,而是供应商和客户之间的关系。通过纵向并购,有助于公司减少市场风险,节约交易费用,同时也易于设置进入壁垒。

混合并购,是指一个公司对那些与自己生产的产品不同性质和种类的企业进行的并购行为。简单地说,并购公司和目标公司既不属于同一行业,也没有纵向关系。通过混合并购,可以形成多元化的经营格局,有利于降低公司的经营风险和战略转移。

(三) 依据并购后双方法人地位的变化,可分为吸收合并、控股合并和新设合并

吸收合并,是指并购完成后,并购方存续,被并购方解散。

收购控股,是指并购后并购双方都不解散,并购完成后,并购方控股目标公司。资本市场上绝大多数此类并购都是通过股东间的股权转让来达到控股目标企业的目的。

新设合并,是指并购后并购双方都解散,重新成立一个具有法人地位的公司。这种并购在我国尚不多见。

(四) 依据被并购企业意愿不同,可分为善意并购和恶意并购

善意并购,亦称友好并购,是指目标企业的管理层同意此项收购,并购双方可以共同磋商购买条件、购买价格、支付方式和收购后企业的地位及被收购企业人员的安排等,并就上述内容签订收购协议。善意收购是在双方自愿、合作、公

开的前提下进行的,有利于降低并购方的并购风险和并购成本,一般情况下都能成功。

恶意并购,亦称敌意并购,通常是指并购方在目标公司管理层对其收购持反对态度或不顾目标公司的意愿而采取非协商购买的手段,强行并购目标公司进行收购的行为。恶意收购由于得不到目标公司的合作,甚至会导致目标公司采取一系列反并购措施,因此,恶意收购的风险较大,并且容易导致二级市场股价的异常波动。

(五) 依据并购的支付方式不同,可分为现金并购、股份并购、综合证券并购和承债式并购等

现金并购,是指并购方以现金方式作为支付手段获取被并购方的部分或全部资产(股份)的并购行为。

股份并购,是指并购方以本公司发行的股份换取被并购方的部分或全部资产(股份)的并购行为。

综合证券并购,是指并购方在对目标公司进行收购时,不仅可以采用现金支付手段,还可以采用股权、可转换债券等多种形式的证券作为支付手段。

承债式并购,是指并购方以承担目标公司的部分或全部负债为条件,获得目标公司资产的并购行为。承债式并购通常在目标公司经营困难、负债较重但仍有发展前景的情况下进行的。

(六) 依据并购方是否直接并购目标公司的股权,可分为直接并购和间接并购

直接并购,是指并购方以直接取得被并购方的股权,并购完成后,并购方成为被并购方的股东,以股东的身份形式控制权的一种并购行为。

间接并购,是指并购方通过控制目标公司的大股东或大股东的大股东等新式获得目标公司控制权的一种并购形式。交易完成后,被并购方不直接成为目标公司的大股东,而是通过目标公司的大股东等间接方式形式控制权的一种并购行为。

(七) 依据是否利用目标公司本身资产来支付并购资金划分,可分为杠杆并购和非杠杆并购

杠杆并购,是指并购方利用目标公司资产的经营收入来支付并购资金或以此为担保取得支付所需的现金。这种情况下,并购方不需要拥有巨额资金,只需要准备少量现金加上目标公司的资产及运营所得作为融资担保、还款来源所贷款的金额即可并购目标公司。

以直接取得被并购方的股权,并购完成后,并购方成为被并购方的股东,以股东的身份形式控制权的一种并购行为。

第二节 上市公司并购重组的市场概况和特征

根据中国证券业协会组织的 2016 年保荐代表人第一期培训(并购专题)材料统计,2012 年至 2013 年,上市公司参与的并购重组交易金额分别为 6780 亿元和 8892 亿元;2014 年度上市公司并购重组交易额超过 1.45 万亿元,比 2013 年度增长 63%;2015 年度,上市公司并购交易 2669 单,交易金额 2.2 万亿元,较 2014 年度增长 51%,上市公司并购重组市场保持蓬勃发展。

2015 年度中国上市公司并购重组具有以下明显特征:

一、信息服务业、影视传媒、游戏行业出现并购热潮

从交易次数看,制造业、房地产业、软件和信息技术服务业并购重组分别为 1655 单、196 单和 189 单,合计单数占比 76.43%;从活跃程度看,软件与信息服务业、影视传媒、游戏行业较为突出。

二、并购市场化程度提高,产业整合成为主流

2015 年度,证监会审核核准的并购重组 342 单(包含豁免要约),仅占上市公司并购重组总数的 12.8%;交易金额 11,080.34 亿元,占总金额的 50.2%,非关联交易占比 77%。在全市场并购重组中,产业整合类并购重组单数占比 47.2%,交易金额占比 58.4%。中国证监会核准重组中,产业整合类单数占比 48.2%,金额占比 54.2%,产业整合成为并购整合的主流方向。

三、民营企业成为并购重组主力军,创业板公司并购重组活跃

2015 年度,1564 家上市公司发生并购重组 1628 单,占比 61.0%,但每单金额较小。民营、地方国有和央企上市公司平均每单交易金额分别为 5.5 亿元、9.7 亿元和 19.0 亿元。

2015 年度,492 家创业板公司共发生并购重组 535 单,占比 20%;每家公司平均发生 1.09 次,高于主板 0.9 次的水平。但金额较小,主板、创业板平均每单交易金额分别为 11.98 亿元和 4.20 亿元。

四、在重大资产重组中,发行股份购买资产成为主流的并购方式

2015 年度首次披露的 486 家重大资产重组项目中,发行股份购买资产数量为 333 家,占同期重大资产重组总数的比例为 68.52%;相较于 2014 年度,同比增长 53.46%;发行股份购买资产成为主流的并购方式。

表 1-1

类别	2014 年上市公司重大资产重组		2015 年上市公司重大资产重组	
	数量	比例	数量	比例
发行股份购买资产	217	85.10%	333	68.52%
现金交易	33	12.94%	138	28.39%
吸收合并	4	1.57%	9	1.85%
资产置换	1	0.39%	6	1.23%
合计	255	100.00%	486	100.00%

数据来源:WIND 资讯。

五、在一系列政策的推动下,国企上市公司并购重组提速

在《关于深化国有企业改革的指导意见》《关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见》等国企改革方针政策的推动下,国有企业通过并购重组进行改革、结构竞争和转型升级步伐加快。根据 Wind 数据统计,2015 年中国证券监督管理委员会核准的国有企业上市公司并购重组 72 单,较 2014 年度的 36 单增长一倍,先后出现了中国南车并购重组中国北车、国家核电重组中国电力、中国远洋并购重组中国海运等情况。

第二章 上市公司并购重组监管规则体系

第一节 并购重组主要法规体系

我国上市公司并购重组的主要法规体系包括基本法律、行政法规、部门规章、自律制度以及其他相关法律法规等,具体如图 2-1 所示:

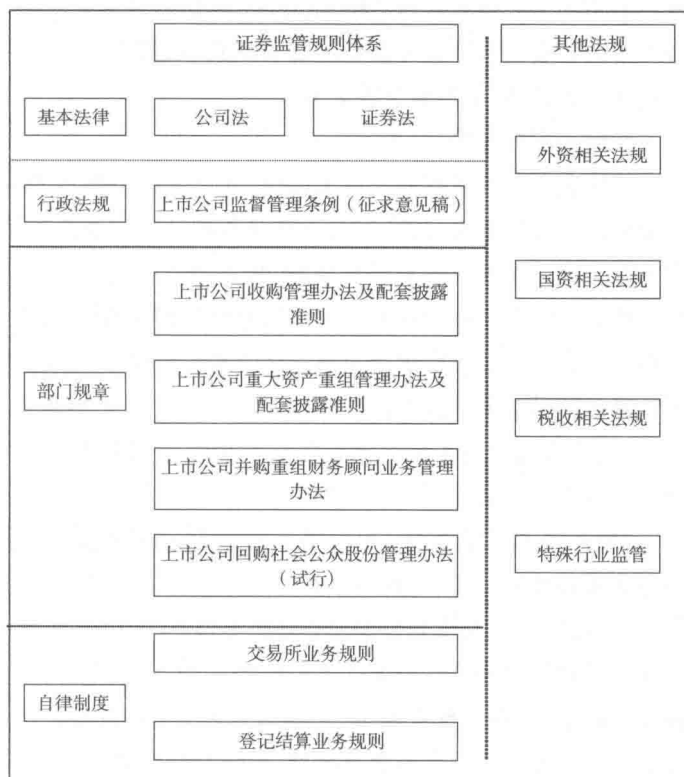


图 2-1