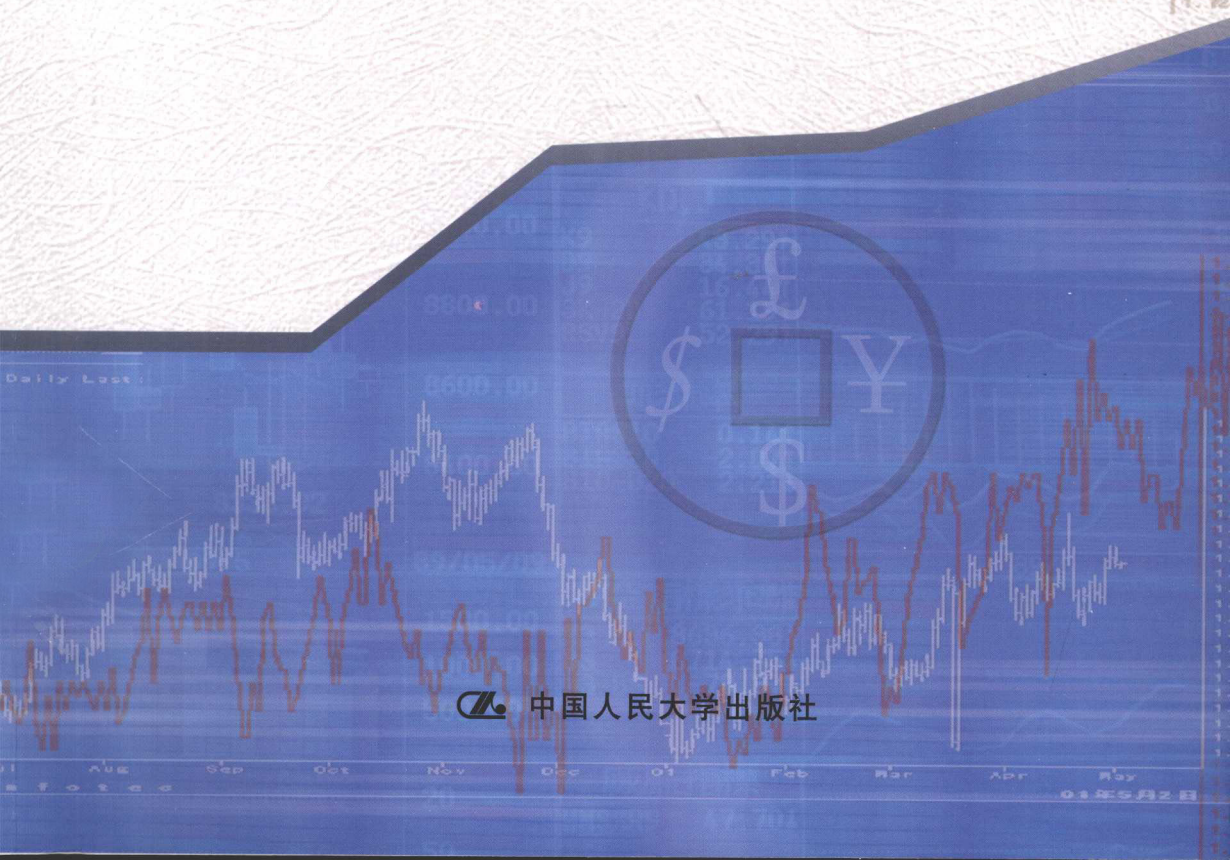
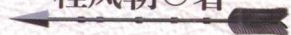


中国上市公司 并购重组实务与探索

ZHONGGUO SHANGSHIGONGSI BINGGOUCHONGZU SHIWUYUTANSUO

程凤朝◎著



 中国人民大学出版社



中国上市公司 并购重组实务与探索

ZHONGGUO SHANGSHIGONGSI BINGGOUCHONGZU SHIWUYUTANSUO

程凤朝◎著



中国人民大学出版社

· 北京 ·

图书在版编目 (CIP) 数据

中国上市公司并购重组实务与探索/程凤朝著. —北京: 中国人民大学出版社, 2013. 5
ISBN 978-7-300-17394-8

I. ①中… II. ①程… 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. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 082483 号

中国上市公司并购重组实务与探索

程凤朝 著

Zhongguo Shangshi Gongsì Binggou Chongzu Shiwu yu Tansuo

出版发行	中国人民大学出版社		
社 址	北京中关村大街 31 号	邮政编码	100080
电 话	010-62511242 (总编室)		010-62511398 (质管部)
	010-82501766 (邮购部)		010-62514148 (门市部)
	010-62515195 (发行公司)		010-62515275 (盗版举报)
网 址	http://www.crup.com.cn		
	http://www.ttrnet.com (人大教研网)		
经 销	新华书店		
印 刷	北京中印联印务有限公司		
规 格	170 mm×228 mm 16 开本	版 次	2013 年 5 月第 1 版
印 张	16.5 插页 1	印 次	2013 年 5 月第 1 次印刷
字 数	206 000	定 价	50.00 元

版权所有 侵权必究 印装差错 负责调换



序 言

并购重组是资本市场永恒的主题，纵观世界经济史，凡是由小变大、历久弥坚的企业无一不是历经多次吸收合并、优化组合的结果。

我自 2002 年 4 月到 2012 年 3 月，一直担任中国证监会上市公司监管部负责人，工作千头万绪，错综复杂，其中最具挑战性的工作有两项：一是股权分置改革；二是推进并购重组。而这两项艰巨任务都源于我国证券市场建立和发展之初极为特殊的历史背景。从国有独资企业向股份制公司转变是城市经济体制改革的显著标志，为适应国有企业改组改制，证券市场成立之初，准许大而全的国有企业经过剥离重组“包装”上市，并人为地将普通股设计为暂不流通的国有股、法人股和即时流通的社会公众股，从而将上市公司的股权结构分割成为流动性截然不同的两部分；同时，由于上市前的剥离改组，形成了上市公司与控股的集团公司之间存在较多较大的关联交易和同业竞争，为其后的证券市场发展留下了十分棘手的问题。2005 年 4 月 29 日证监会以极大的勇气和改革创新精神启动了股权分置改革，到 2007 年底沪深两市共有 1 298 家上市公司完成或者全面进入股权分置改革程序，占应改革公司的 98%，到 2011 年底，A 股市场基本实现全流通，股权利益分



置、价格分置的问题在制度层面上已不复存在，各类股东享有相同的股份上市流通权和股价收益权，各类股票按统一市场机制定价，并成为各类股东共同的利益基础。同时，在股权分置改革过程中也迫切要求解决历史遗留的关联交易和同业竞争问题，有的陷入财务困境的公司也只有通过资产、业务置换才能解决股权分置问题，而一些成长性好的集团公司解决了股权分置后，希望尽早实现整体上市。这样一来，并购重组几乎伴随股权分置改革同时推进，以至演变到今天越来越成为上市公司做大、做强、做优的重要途径，成为推动国民经济调整结构、产业升级、技术进步的重要途径，成为中国企业走出去、引进来、融入国际的重要途径。

如上所述，如同推动股权分置改革一样，我对推动上市公司并购重组持有极大的热情。这不仅因为并购重组是解决我国证券市场历史遗留问题的重要途径，更因为它是使一国经济从简单的规模速度型向质量效益型转变的内在要求。不可否认，改革开放以来，尤其是近 10 年来，我国经济总量每年都上一个新台阶，2012 年的 GDP 已跃居世界第二位。但是，总量大不等于质量高，稍加分析就会发现，我们的发展走的还是一条规模速度型道路，资源问题、环境问题、能源问题、人力素质问题越来越突出，名牌产品、高端技术、先进装备还得靠进口。企业如何调整结构、优化升级、提高质量？发达国家的经验告诉我们，并购重组是最直接、最现实、最经济的路径。在这方面，我们与美英国家的差距仍然很大。2012 年，尽管世界经济普遍不景气，但在并购重组方面美英国家还是有很大作为，上市公司市值占 GDP 的比重和并购重组金额占 GDP 的比重在美国分别是 110.9% 和 6%，英国分别是 122.7% 和 5.6%，而我国则是 57.4% 和 1.9%；并购额占市值的比重，美国是 5.4%，英国是 4.6%，我国是 3.3%。所以，这些年来，我一直积极鼓励、大声呼吁通过并购重组延伸上市公司的产业链，形成以上市公司为龙头的产业集群，减少上市公司的同质化、同构化，避免重复建设、减少资源浪费、抵消无序竞争。

在积极鼓励上市公司并购重组的同时，还必须要求并购重组各方循规蹈矩，严谨操作。这是因为，上市公司是公众公司，面对的是千千万万的中小投资者，如果不能规范运作，而由控股股东或实际控制人任意操作，就会严重损害中小投资者利益，资本市场引领投资、配置资源的基础作用就会大打折扣。因此，这些年，我也十分重视并购重组的制度和组织建设，尤其重视并购重组委员会的人员素质。我与程凤朝同志相识相知多年，他是并购重组委员会第一、二、三届委员，他最大的特点是做事认真，一丝不苟，善于研究和归纳总结问题。他在任委员期间就提出并购重组要体现题材的合理性、交易各方的合法性、标的资产的完整性、上市公司的成长性、交易定价的公允性和公司治理的有效性，对此，我和他进行过深入讨论，我基本同意他的观点。的确，并购重组的最终目的是要使上市公司提升价值创造能力，不断做大做强，实现可持续发展。为此，无论是哪种形式的并购重组都要符合国家产业政策，都必须符合法律法规的要求，都要保持资产的完整性和独立性，都要有利于上市公司的成长和发展，尤其重要的是交易定价要公平合理，不能搞内幕交易，更不能损害中小股东的利益，同时要通过并购重组使上市公司的公司治理更加完善和有效。现在，凤朝同志将他几年来的总结和思考整理出书，定名为《中国上市公司并购重组实务与探索》，我认为非常及时和必要，中国资本市场急需有这样具可操作性和指导性的专业书籍出现，相信读者阅读此书后会和我有同样的感觉，也期待凤朝同志有更多的成果问世。

中国上市公司协会副会长兼并购融资委员会主任





前 言

“并购重组”一词像磁石一般深深地吸引了我，日思夜想，挥之不去。

概因职业习惯积成自然。我曾担任中国证监会并购重组委员会第一、二、三届委员，2012年5月4日改任并购重组专家咨询委员会委员。在担任并购重组委员会委员期间我先后审核了79件案例，有同意的，也有反对的。无论是赞成还是反对，我都为并购双方的当事人以及中介机构的敬业精神所感动，每次交到我手里的材料都是满满一旅行箱，数十本资料，可想而知，要完成一项并购重组需要付出多么大的精力和时间。然而，每次上会讨论案例，却又会发现不止一个瑕疵，有的历经数月却前功尽弃，有的即使通过也需要做大量后续工作。因此，我一直在想，能不能将自己多年来的学习体会、审核经验和研究探索写出来，为那些正在重组或迟早要开展重组的并购双方以及已经完成并购重组正在实施方案的企业少走弯路略尽绵薄之力，为各级各层次关注并购重组事项的人士提供一个交流探讨的正式文本。

那么，什么样的并购重组方案既能顺利通过各级各层次审核，又能够顺利推进、实现规划目标呢？这就是我力图在本书中阐述的观点。这

些观点，是我几年来审核材料、实证分析、归纳总结的结果，其中，绝大部分是对现有制度规定的梳理，少部分是分析探索。因此，我将此书称为《中国上市公司并购重组实务与探索》。我认为，要做好并购重组工作，并购各方应遵循以下六性原则：

(1) 重组方案的合理性。设计一个重组方案首先要考虑涉及的行业是否符合国家产业政策，通过并购重组是否有利于产业整合、结构优化、技术升级，是否有利于解决现存的关联交易、同业竞争，避免产生新的关联交易、同业竞争，是否有利于保护上市公司及其全体股东的利益，是否符合环境保护、节能减排等要求。如果不符合这些基本要求，就不要花更多的精力去推进，这是基本前提。当然，对产业政策的判断，也要既看当前，又预判未来。

(2) 交易各方的合法性。制定一个完备的并购重组方案应着眼于交易各方在主体资格和生产经营等方面的合法性，以及审批程序的合规性，防止借并购重组之机掩盖历史遗留问题，使不合法问题合法化。并购重组双方如带有某种“疾病”是不可能顺利推进重组的，一定要强强联合或产业链上下游结合，组成一个“健康的幸福新家庭”。

(3) 标的资产的独立性。置入资产缺少完整性、独立性，就很难保证持续健康发展。站在股东价值最大化和稳定资本市场的高度去考虑，要求置入上市公司的企业及其与生产经营相关的土地、房产、商标、专利和非专利技术以及产供销系统，应该是完整的、健全的。暂时没有办完土地出让手续的，建议规定一个宽限期，在规定的时间内办完。尤其对重组前进行过资产剥离的项目，要保证剥离的合理性，即在企业价值和收入、成本、费用等方面要符合配比原则，存续部分要具有生存能力，置入上市公司部分要具有良好的持续盈利能力，不能形成新的重大关联交易。

(4) 交易定价的公允性。交易定价本来是一种市场行为，是交易双方的博弈结果，但由于目前的并购重组绝大部分还不是完全的市场行为，有的是政府主导，有的是控股股东操控，基本把评估结论作为定价的唯一依据，评估在并购重组中发挥了至关重要的作用。可以说，离开评估并购重组几乎不能进行，即使将来部分市场化或完全市场化，也同样离不开评估。应该说，参与重组的评估机构和广大评估师为此付出了很大辛劳，评估过程和结果也成为矛盾的焦点和审核讨论的热点。从过往的案例看，评估假设、基本方法、评估结果基本是可以接受的，但个别案例也不同程度的存在评估假设不够合理、评估方法不够恰当、评估参数选取披露不够充分的问题，评估结果在定价过程中被人为夸大的现象也比较明显。因此，交易定价不应把评估结果作为唯一依据，而应以评估值为基础，参考市盈率、市净率等相关指标，经并购双方充分博弈、谈判，最终达到双方理性报价，并由双方决策机构审议决策。

(5) 上市公司的成长性。并购重组的根本目的在于做强做优上市公司，给投资者带来可持续的投资回报，因此并购重组各方应把成长性作为考虑的焦点。重点关注并购重组是否为上市公司带来市场扩大、收入增加、利润增长、每股收益增厚等。因此，要分析重组方案所提供的发展战略是否明晰，备考会计报表和盈利预测报告的基本假设是否合理，与宏观经济环境、产业发展状况、资产评估增值是否相衔接、相匹配。

(6) 公司治理的有效性。公司治理的有效性是一个企业走向强大的基础保障和核心内容，金融危机后公司治理的有效性已经成为主要发达国家关注的重点。从发达国家公司治理最佳实践看，尽管模式不一，但核心要素、基本原则是一致的，概括起来讲就是要做到：权责清晰、分工明确、有效制衡、科学决策。由此衡量我国上市公司治理现状，存在机构多、制衡弱、不独立、少作为、激励差、内控软、不规范等一系列问题。尤其是

并购重组后的上市公司面临着如何重构公司治理架构的艰巨任务，建议从股东大会、董事会、监事会、高管层各个层面明确划分职权，各司其职、各负其责，不缺位、不越位，一些公司还要处理好与党委的关系，科学建立和自觉维护公司治理的有效性。

需要说明，对并购重组之所以有以上认识和收获，主要是证监会上市公司监管部和并购重组委员会给予了我学习和总结的机会。历届部领导和各位同志都高度重视并购重组工作，经常组织委员研讨和分析问题，不断推进并购重组制度创新；历届委员都将并购重组工作视为责任和使命，甘于奉献知识和智慧。我从一起工作的每一位委员身上都学到了很多有价值的东西。这些是我撰写此书的重要基础，在此，对证监会领导、上市部全体同志和一起工作的所有委员表示诚挚的谢忱。

程凤朝

2013年5月于北京



目 录

导 论	1
0.1 中国上市公司并购重组历程	2
0.2 中国上市公司并购重组的过往绩效	11
0.3 中国上市公司并购重组亟须规范操作	12
第 1 章 重组方案的合理性	15
1.1 并购重组要符合国家产业政策	16
1.2 并购重组要有利于产生协同效应	21
1.3 并购重组要避免同业竞争和关联交易	30
1.4 并购重组要有利于解决财务困难	34
第 2 章 交易各方的合法性	42
2.1 并购重组各方要履行报批、备案、公告等法定程序	43
2.2 交易主体行为要不被限制	54
2.3 标的资产要合法	58

第3章 标的资产的独立性	64
3.1 人员独立	65
3.2 资产独立	70
3.3 财务独立	74
3.4 机构独立	78
3.5 业务独立	82
3.6 影响标的资产独立性的其他因素	88
第4章 交易定价的公允性	94
4.1 并购重组的交易类型	95
4.2 股票价格评估	104
4.3 资产价值评估	111
4.4 企业价值评估与交易定价的关系	136
4.5 非同一控制交易定价研究	139
4.6 同一控制下的交易定价研究	144
4.7 业绩承诺应用研究	157
第5章 上市公司的成长性	167
5.1 并购重组要制定明晰的发展战略	168
5.2 并购重组要考虑产品生命周期	178
5.3 上市公司成长性具体分析	181
5.4 不同并购重组方式的会计核算	186
5.5 上市公司并购重组中针对会计处理的具体考虑	195
5.6 备考财务报表和盈利预测的编制	202
5.7 企业并购重组中的税收考虑	204

第 6 章 公司治理的有效性	208
6.1 公司治理概述	209
6.2 我国上市公司的公司治理现状	217
6.3 上市公司并购重组中改善公司治理的建议	223
后记	232
参考文献	237
附录 并购重组法律法规索引	241



导 论



本章概要

并购重组,是世界资本市场永恒的主题,也是上市公司做大、做强、做优的重要途径。在我国,上市公司并购重组起步于20世纪80年代初期,加快发展于1994—1998年,1999—2005年进入规范运作阶段,股权分置改革以来进入市场主导阶段。随着并购重组的快速发展,相关法律法规也应运而生,以《上市公司收购管理办法》、《上市公司重大资产重组管理办法》的出台和不断完善为标志,上市公司并购重组活动逐步走向规范化、制度化、市场化。通过实证分析,经过并购重组的上市公司虽然短期绩效不十分明显,但长期来看,整体盈利能力、营运能力、发展能力均有明显提高,资产负债结构得到改善,产业整合的协同效应得到发挥。但由于我国上市公司并购重组起步较晚,若干问题急需规范和完善。

并购重组，顾名思义，是一项买卖交易行为。这里要讲的买方多指上市公司，卖方多指非上市公司的股权或资产，前提是利用资本市场这个交易平台，公买公卖。既然是买卖交易，不可避免地要涉及各方利益和行为，涉及技术和核算，涉及理念和管理，因此，本书的出发点和落脚点就在于对这种行为整理出一个潜在规律。

0.1 中国上市公司并购重组历程

并购重组是指两个以上公司合并、组建新公司或相互参股。它往往同广义的兼并和收购是同一含义。并购泛指在市场机制作用下，企业为了获得其他企业的控制权而进行的产权交易活动；重组泛指在市场机制作用下，企业资产或业务的优化组合。

上市公司并购重组从方式而言，主要包括上市公司收购、重大资产重组、回购、合并、分立等对上市公司股权结构、资产负债结构、利润及业务产生重大影响的活动。

0.1.1 中国上市公司并购重组经历的阶段

我国企业之间的并购重组，源发于 20 世纪 80 年代初期，是我国经济体制改革的产物。从 1987 年 10 月党的十三大报告明确小型国有企业可有偿转让给集体和个人开始，到 1989 年国家体改委、国家计委、财政部、国家国有资产管理局联合颁布的《关于企业兼并的暂行办法》，我国并购重组的序幕正式拉开。通过整理，笔者将中国内地公司的并购重组经历归纳为四个发展阶段：萌芽阶段、高速发展阶段、规范发展阶段和股权分置



改革后的市场主导阶段。

1. 萌芽阶段

20世纪80年代初期到1993年是中国内地公司并购重组的萌芽阶段，这一时期的并购重组以市场自发探索为主。在此期间，国有股和公有性质的法人股的转让依旧是非常敏感的问题；同时，我国证券市场本身还处于初始阶段，上市公司的数量为数不多。因此，并购活动总体表现得不是很活跃，企业还没有把并购行为作为战略手段之一。这一阶段的主要表现是：并购的对象主要集中在二级市场和“三无板块”（无国家股、无法人股、无外资股）。这一时期发生的深圳宝安收购延中实业，是中国证券市场第一家通过二级市场举牌收购的案例。

2. 高速发展阶段

从1992年邓小平同志发表南方谈话开始，由于确立了市场经济的改革方向，产权改革和产权交易蓬勃发展，企业并购重组有了较大的突破：并购重组的有偿性原则得到了进一步体现；并购重组行为趋于规范化；大型并购重组日益增加；上市公司与非上市公司之间的并购重组开始出现。

这一阶段以1994年4月恒通控股棱光实业为起点，持续到1998年前后。这一时期，中国市场对并购重组的认识不断加深：从简单的举牌收购到复杂的资产置换，从直接的二级市场收购到更实际的协议收购，并购规模和并购方式都取得了长足发展。例如，清华同方在1999年采取发行股票的方式，吸收合并了山东鲁颖电子股份有限公司。

从1996年4月国家经贸委《关于1996年国有企业改革工作的实施意见》提出的“择优择强、优胜劣汰、形成兼并破产、减量增效的机制，加大国有企业兼并破产力度”开始，以十五大的召开为标志，我国掀起了一次并购高潮。这次并购高潮的背景是改革开放以来国有经济继续呈现数量扩张但部分又呈现质量恶化的趋势，数量庞大、利用率很低的存量资产需



要通过并购重组等方式在流动中提高资源配置效率。

3. 规范运作阶段

这一阶段开始于 1999 年，持续到 2005 年的股权分置改革，是《证券法》（1999 年）颁布后中国资本市场走向成熟、规范的重要阶段。在这一阶段，上市公司并购重组的次数大量增加。在中国证监会“市场化、规范化、国际化”的监管理念影响下，战略性重组开始出现，上市公司的重组更趋于理性。中国证监会先后出台了一系列措施，对重大重组进行规范，包括《上市公司收购管理办法》（2002 年）等；同时，中国证监会建立了退市机制，力图通过优胜劣汰发挥证券市场优化资源配置的功能。在退市压力下，每年被收购、兼并与重组的公司中有 50% 以上是 ST、PT 公司。所以此阶段围绕“壳资源”而进行的资产置换与重组依旧比较普遍，但也出现了一些引人注目的新特点：并购方注重挖掘被并购企业的盈利潜力，不再只是单纯为了融资，整合资金优势受到各方重视；从单纯获取“壳资源”变为动机的多样化，战略性重组增多；有关并购的法规包括会计处理和信息披露等都有了具体的依据，因此并购行为更加规范。

此外，为了规范涉及外资的资本运营活动，2001 年 10 月，外经贸部和中国证监会联合发布了《关于上市公司涉及外商投资有关问题的若干意见》；2002 年 11 月，中国证监会、财政部、国家经贸委联合发布了《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》。这些文件对于规范外商投资股份公司在境内外上市和从事资本运营作出了明确规定，为外资进入中国市场创造了良好的政策环境，有力地推动了外资在中国的并购重组。在此基础上，2003 年 3 月，外经贸部、国家税务总局、国家工商行政管理总局、国家外汇管理局联合发布了《外国投资者并购境内企业暂行规定》，就外国投资者并购的有关事宜作出了比较完