

CHINA MERGER & ACQUISITION REVIEW

I

中国

新《上市公司收购管理办法》特辑

2006年第1册 总第13册

并购

东方高圣投资顾问公司
中国收购兼并研究中心◎编著

评论

上市公司并购步入3G时代
新《上市公司收购管理办法》解读
3G时代反收购遭遇战
水煮三国之并购版
12年上市公司并购档案



机械工业出版社
CHINA MACHINE PRESS



CHINA MERGER & ACQUISITION REVIEW

I

新《上市公司收购管理办法》特辑

2006年第1册 总第13册

中国并购评论

东方高圣投资顾问公司
中国收购兼并研究中心◎编著



机械工业出版社
CHINA MACHINE PRESS

2006年,中国并购市场风起云涌。继股权分置改革给资源大流动提供了市场基础之后,新《上市公司收购管理办法》给市场大并购带来了制度性变革,一直被寄予厚望的上市公司将如众所期地成为并购市场的主力军。

一个并购大时代正在拉开帷幕。新《上市公司收购管理办法》既是引爆这个大时代的导火索,也是引领这个大时代的“圣经”。本书通过国内外众多知名投资银行专家对新《上市公司收购管理办法》进行点评、解读和戏说,指点未来并购大势,探索全新并购路径,为企业界、投资银行界、理论界打开了一扇理解新《上市公司收购管理办法》的窗口。此外,本书还汇集了12年来中国上市公司收购的案例与数据,一册在手,尽览12年并购风云。

一场新的博弈游戏已经开始。领先一步,掌握并购游戏新规则!

图书在版编目(CIP)数据

中国并购评论:新《上市公司收购管理办法》特辑/
东方高圣投资顾问公司,中国收购兼并研究中心编著.
北京:机械工业出版社,2006.9

ISBN 7-111-19884-0

I. 中... II. ①东...②中... III. 企业合并—研究
—中国 IV. F279.21

中国版本图书馆CIP数据核字(2006)第108608号

机械工业出版社(北京市百万庄大街22号 邮政编码100037)

责任编辑:赵泽祥 苏毅 责任校对:侯灵

装帧设计:黑启栋

责任印制:李妍

北京铭成印刷有限公司印刷

2006年9月第1版第1次印刷

159mm×239mm·10.5印张·2插页·272千字

定价:68.00元

凡购本书,如有缺页、倒页、脱页,由本社发行部调换

本社购书热线电话:(010)68326294

编辑热线:(010)88379708

封面无防伪标均为盗版



系列丛书简介：

中国资本市场12年，《中国并购评论》系列丛书创办8年，公开出版3年。8年的《中国并购评论》系列丛书，见证了中国并购市场的烽火硝烟。

12年之后，中国并购市场风起云涌。以最新《上市公司收购管理办法》的出台为标志，股权分置改革带来市场的革命性变化，上市公司必将日渐成为并购市场的主力军。中国经济的蓬勃发展，衍生出产业整合的强大动力与内在需求，产业整合是并购市场的又一驱动力。外资并购全面兴起，进入中国的投资基金只是冰山一角，并购基金将浓墨登场，扮演并购市场的又一主角。

《中国并购评论》将继续秉承出书之宗旨，写照中国并购市场的发展里程，把握中国并购市场的发展脉络，推进中国并购市场的高效发展。反映市场动态，荟萃前沿思想，交流实战方法，《中国并购评论》更要以案例与数据为特色，为企业界、投资银行界、理论界奉献一本实证层面的并购知识大餐，成为中国并购有识之士共论中国并购市场、推进中国并购市场的重要平台。



HOLLYHIGH

东方高圣

作者简介:

东方高圣投资顾问公司 (www.hollyhigh.cn) 是国内历史最长的专注并购的投资银行, 为企业提供购并、重组等专业服务。东方高圣致力于服务中国高速增长的中型国有企业、民营企业。东方高圣服务的主要客户包括: 中国诚通集团、中国建材集团、中国外运集团等中央国企; 泰达集团、天原集团、济南啤酒、露露集团等地方国企; 万通集团、置信集团、科瑞集团、光宇集团等快速成长的民营企业。近年来, 国际客户日益增加。因为本土化和专业优势, 世界500强企业Lafarge集团、壳牌石油、SK集团也陆续进入客户名单。

中国收购兼并研究中心是由清华大学、中国人民大学等国内著名工商管理学院学者和东方高圣等著名并购投资银行的专家共同发起设立的民间研究机构, 宗旨是研究中国企业收购兼并的理论与方法, 探讨国内公司通过收购兼并有效整合资源的途径。

责任编辑: 赵泽祥 苏毅

团购热线: 010—88379708

出版咨询: zzx@mail.machineinfo.gov.cn

封面设计:  010-85753557

《中国并购评论》
特约顾问与编委会成员

总顾问：茅于軾

顾 问（按姓氏笔画排序）：

巴曙松 宋逢明 陈小悦 陈学荣 钟 伟

编委会：

主 任：陈明键

副主任：张红雨

委 员（按姓氏笔画排序）：

田荣红 任宇光 张红雨 陈 军

陈明键 林仁兴 高 磊 梁建勋

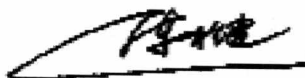
陶旭城 董 哲

主 编：田荣红

副主编：张红雨 冀书鹏

并购也 3G

东方高圣投资顾问公司 CEO



手机是人们必不可少的通信工具，并购是企业不可或缺的壮大法门。手机在中国只有十多年历史，但已跨过模拟通信和数字通信时代，正朝着 3G 时代大步迈去。上市公司收购也是如此，随着新《上市公司收购管理办法》的正式颁布，在中国只有十多年历史的上市公司收购，也已跨过模拟和数字时代而步入 3G 时代。

模拟时代的手机被称作“大哥大”，与其说那是一种通信工具，不如说是一种身份的象征。那时候举着像板砖大小的“手提电话”，挑人最多的地方，以最高音的嗓门，动静挺大，效果不佳，好看是有了，实用却谈不上。

模拟时代的中国上市公司并购与此相似。那时资本市场初兴，懂并购的人就不多，做起来更是初学拈针如舞棒。“宝延风波”首开上市公司并购之先河，随后的几桩并购也多在三无概念股上打主意，直接在二级市场收购纵然大气，却也是动静挺大，效果不佳，不仅并购后的三无概念股鲜有亮点，就连那些名动一时的炒家们也早被雨打风吹去。

经历了最初的并购教育，并购市场如同进入数字时代的手机一样日新月异起来。数字时代的手机不仅有蜂窝、GSM 和 CDMA 等技术让人目不暇接，更重要的是内容丰富让人欲罢不能。一个短信拜年能拉动数十亿的消费，一个短信投票能促成“超女”的轰动，也就难怪包罗万象的手机会在电影《手机》中变成了“手雷”。

数字时代的上市公司并购远比手机精彩。模拟时代对并购的那种陌生感一旦消除，买壳和卖壳，LBO 和 MBO，财务并购和产业整合，概念日见新颖，手法日见巧妙，盘算日见精明，一言以蔽

前言

PERFACE

之：热闹！当然热闹之中也有些许遗憾，一些并购“手雷”不幸引爆，受伤者众多，从而也加快了并购3G时代的到来。

上市公司并购3G时代的到来，以新《上市公司收购管理办法》的颁布为标志，此前有“开弓没有回头箭”的股权分置改革，继而有《公司法》、《证券法》等法规的修订。这些基础和制度层面的改革总体看是一脉相承，但新《上市公司收购管理办法》之于并购，其特殊意义犹如3G平台开通剪彩之于手机——先有3G平台开通，才有一个包括语音、图像和视频等全方位无线通信的精彩掌上时代。

3G时代手机的广告是“无线通信，无限精彩”，3G时代并购的标签则是“创新无极限，并购无极限”。收购方式的多元化，要约方式的多元化，支付方式的多元化，新《上市公司收购管理办法》已将所有这些变为可能，随之而来的势必是更莫测的并购对象，更灵活的并购技巧，更多变的并购渠道，更意外的并购结果……这一切将预示着：一个前所未有、精彩纷呈的大并购时代正朝我们走来。

在那样一个大并购时代，成功的并购将是大人物(Great star)、大故事(Great story)、伟大武器(Great weapon)的结合。而上述3“G”的完美结合，一如手机与用户的无缝链接要靠SP(服务提供商)折冲其间一样，投资银行家们，你们就是并购3G时代的SP！

2006年8月



前言：并购也 3G 陈明键



热评篇

A1 并购法律制度的革命性创新 王俊峰/3

新《上市公司收购管理办法》明显表现出尊重经济发展现实、试图适应经济发展趋势的立法意图，既具有一定的前瞻性，又在现时市场状况和法规框架下，以聪明务实的创新举动成就了第三种并购制度。

A2 并购大幕即将拉开 滕威林/6

一个更加市场化、国际化的收购管理办法，必将起到规范并鼓励上市公司并购的积极作用，特别是在股权分置改革胜券在握的大背景下，国内上市公司将可能开始步入真正意义上的优胜劣汰阶段。

A3 外资并购方式将更趋灵活 方 方 王 征/8

新《上市公司收购管理办法》为全流通时代的并购市场制定了新的规则，大大增强了上市公司并购的可操作性，有望推动国内上市公司的并购以及国外投资者在国内的投资。

A4 上市公司收购将被全面激活 罗玉成/11

2006 年是中国证券市场全面梳理、整合与夯实基础的关键年，新《上市公司收购管理办法》的出台顺应了市场发展的潮流，将极大地激活上市公司收购与兼并活动，活跃证券市场。

A5 并购直面“三股”挑战 施光耀/13

新《上市公司收购管理办法》的出台，让并购博弈各方都面对一场由股权、股东与股价这“三股”主线纠集在一起的挑战。股权的设计与管理，股东的选择与尊重，股价的关注与重视，将成为衡量并购与否的重要指标。

A6 注重效率，兼顾公平 权忠光/16

新《上市公司收购管理办法》对于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等方面，必将起到积极作用。

目录

CONTENTS

- A7 “光速”并购 焦 震/19



解读篇

- B1 《上市公司收购管理办法》解读 张红雨 冀书鹏/23
附：《上市公司收购管理办法》修订说明 /64

这里的《上市公司收购管理办法》的修订说明是证监会 2006 年 5 月 22 日对外界公开征求意见时所作。最终出台的收购办法在征求意见稿的基础上有所改动，但对于理解收购办法的立法精神，修订说明是很好的参考。

- B2 敌意收购：一个游荡在我们周围的幽灵 冀书鹏/71

目前中国资本市场在宏观和微观两个层面都不具备大规模发生敌意收购的条件，在未来相当长的时间内，敌意收购也很难大规模发生，但敌意收购就像是一个幽灵，正游荡在每一家上市公司的周围，稍有不慎，就有可能成为幽灵锁定的猎物。

- B3 当好“第一看门人”

——上市公司收购中的财务顾问制度解读

..... 林仁兴 高 菲/95

新《上市公司收购管理办法》规定财务顾问机构的业务以及职责将贯穿于整个购并交易，从而在一定程度上将上市公司收购的第一道“把关”重任赋予本土投资银行。这一规定为本土投资银行打开了巨大的业务发展空间，同时也大大加深了本土投资银行的责任。

- B4 收购革命滚滚而来

——解读《公司法》、《证券法》有关上市公司收购的规定

..... 刘治海 王春刚/110

两法的完善给市场带来的两个最直接的后果就是，虚假重组、操纵市场的并购愈来愈没有空间，而实质性重组和战略性重组受到鼓励，中国上市公司收购的内容和形式从而得以根本改观。

附：《中华人民共和国公司法》(节选) /123

附：《中华人民共和国证券法》(节选) /129

B5 感受外资收购革命

——外资收购国内上市公司相关法律法规简析

..... 梁 虹/133

新的关于外资收购上市公司的法律框架已初步搭建完毕，之后要转变的可能不仅仅是市场参与者的行为方式，还有监管者的监管方式，显然，这将是一次漫长的革命。

附：《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》 /142



戏说篇

C 水煮三国之并购版 姚文祥/153



秘档篇

D 上市公司并购档案(1993~2005年)

..... 东方高圣投资顾问公司/185

附录：关于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号至第19号的通知 /259

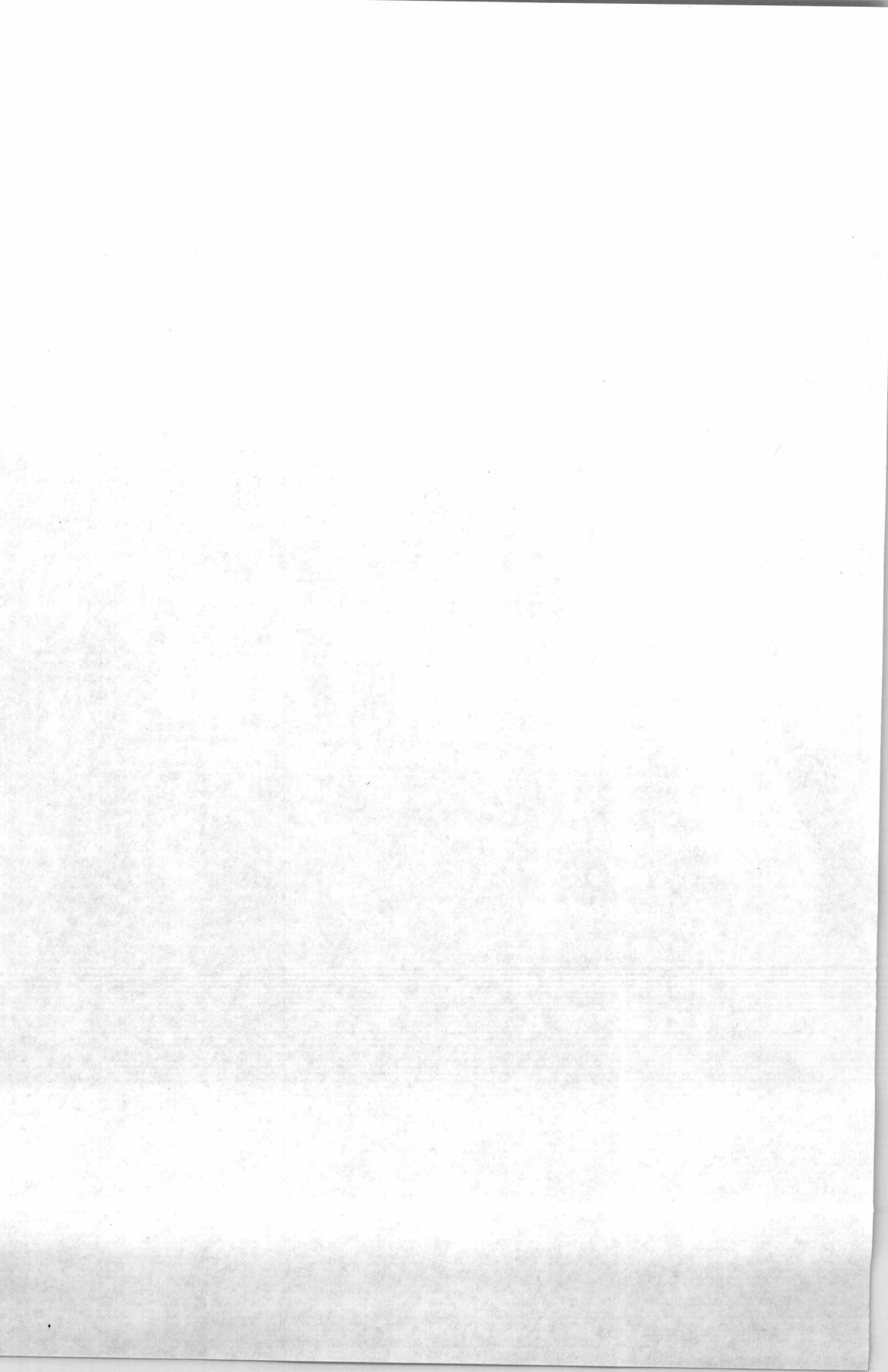
中国并购评论

CHINA MERGER & ACQUISITION REVIEW

热评篇

国内外投资银行专家点评新规则对上市公司收购的影响

- A1 并购法律制度的革命性创新
- A2 并购大幕即将拉开
- A3 外资并购方式将更趋灵活
- A4 上市公司收购将被全面激活
- A5 并购直面“三股”挑战
- A6 注重效率,兼顾公平
- A7 光速“并购”



新《上市公司收购管理办法》明显表现出尊重经济发展现实、试图适应经济发展趋势的立法意图，既具有一定的前瞻性，又在现时市场状况和法规框架下，以聪明务实的创新举动成就了第三种并购制度。

A1 并购法律制度的革命性创新

金杜律师事务所管理委员会主任 王俊峰

回顾中国证券市场近二十年的发展历程，虽然不近如人意之处甚多，但毋庸置疑，市场大方向正朝着成熟的方面进步。资本市场法律制度也如是，虽有不足，但一直不断进步且日趋完善。资本市场的一项基本功能是为资源的优化配置提供条件，收购兼并是实现这一功能的重要手段，因此一套适时适当的并购制度对资本市场法律体系的成熟至关重要。新近出台的《上市公司收购管理办法》（以下简称“新《办法》”），就是这样一部适时适当的法律规定。

1. 为中国经济发展提供了更为适合的法律环境

一部好的法律，应当为经济发展提供良好的环境，既不必试图引导，更不可成为桎梏。我国经济已实现了多年的持续快速增长，近年来，更明显地表现出了成为全球化经济重要组成部分的趋势。在各行各业，不同所有制企业得到了更为公平的发展空间，企业不断发展壮大，竞争力迅速提高，行业集中度也越来越高。在这样的背景下，与数年前不同，收购兼并不再以企业取得上市资格或者非经济因素为主要目标，而成为获得发展、创造产业利润及投资利润的重要手段。以国家资源战略性调整、企业扩张、产业整合、财务投资为目标的收购兼并动机大大增强，愈来愈多的收购兼并活动开始酝酿和实施。

新《办法》明显表现出尊重经济发展现实，试图适应经济发展趋势的立法意图。新《办法》通过鼓励部分要约收购和换股收购，

中国并购评论

为投资者提供了成本更低、手段更加丰富的资源配置方法；通过减少前端行政监管介入，代之以加强财务顾问功能以及强化事后惩治手段，在并购活动的市场化和监管之间取得合理平衡；通过进一步对信息披露体系进行完善，在调整披露成本的同时，创造了更加公平合理的投资者信息获取途径。

2. 对证券市场格局的变化作出了适时的调整

随着股权分置改革的成功推进，证券市场发生了根本性的变革。它与非流通股占 2/3，企业控制权通过低价受让非流通股获得转让的历史告别；在全流通时代，上市公司控制权转让将表现出更加活跃、更加市场化的特点。不仅如此，在全流通时代，企业间并购的动机、方式、成本考虑等等，都将与以往不同。新《办法》无疑是在全流通的框架之下制定的，具有一定的前瞻性。

新《办法》认为要约收购于股东而言，是一种相对较为公平的收购方式，因此处处体现出鼓励要约收购的特点。在现阶段，鼓励以要约收购方式取得控制权还有一个重要的好处，就是能够在一定程度上抑制通过关联交易和资产交换廉价取得公司控制权，进而侵害中小股东利益的行为。可以看出，新《办法》对于证券市场结构性变化是有充分考虑的。

3. 对并购法制体系作出了革命性的创新

世界上的并购制度，无外乎以英国为代表的强制要约制度，强调中小股东的退出权，以及美国式的自由收购，通过收购与反收购活动以及司法实践来调整收购活动两种模式。实践证明，无论哪种模式，对今天的中国证券市场而言，都是不能完全适应的。新《办法》创造性地提出在直接收购时以主动的部分要约为主，允许收购人利用相对控制权发挥资本的杠杆功能，在间接收购时又保留了强制全面要约制度，客观上将产生鼓励直接收购的效果。这样的制度，其逻辑的合理性虽然需要在实践中进一步验证，但在现时市场

CHINA MERGER & ACQUISITION REVIEW

并购状况以及现行《证券法》的框架下，不失为一种聪明务实的创新举动，成就了第三种并购制度。

金杜律师事务所所有幸参与了新《办法》的起草过程，对这部法规有感情。作为一名法律工作者，我非常高兴看到这部规定出台，非常高兴看到资本市场的法律体系不断完善，也将非常高兴看到收购兼并活动能够支持企业发展和促进资本市场繁荣。

中国并购评论

一个更加市场化、国际化的收购管理办法，必将起到规范并鼓励上市公司并购的积极作用，特别是在股权分置改革胜券在握的大背景下，国内上市公司将可能开始步入真正意义上的优胜劣汰阶段。

A2 并购大幕即将拉开

中金投资银行部董事总经理 滕威林

中国证监会最近颁布的《上市公司收购管理办法》，将现行的《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》合二为一，作了很多具有更加市场化、国际化色彩的修订。

1. 监管方式更加市场化

(1) 从完全依靠监管部门事前监管转变为适当的事前监管与强化的事后监管相结合。

(2) 从监管部门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或全部要约收购。

2. 监管框架更加科学合理

(1) 将持股 5% 以上视为收购的预警点，持股 20% 以上须作详细信息披露，30% 以上须采取要约方式或者向中国证监会申请豁免。

(2) 根据不同的增加持股方式，包括二级市场收购、要约收购、协议转让、间接收购等，规定了相应的信息披露和收购义务。

3. 收购方式更加灵活

(1) 允许换股收购：收购人可以证券作为支付手段收购上市公司。

(2) 收购人可以在全面要约与部分要约之间进行选择。

(3) 收购人在收购完成 12 个月后每年可自由增持不超过 2%