

经济管理类课程教材◎证券系列

主编：吴晓求 副主编：赵锡军 董安

上市公司并购与重组

(第五版)

梅君 李悦 胡松 编著

经济管理类课程教材·证券系列

主 编：吴晓求

副主编：赵锡军 董安生

上市公司并购与重组

(第五版)

梅 君 李 悦 胡 松 编著

中国人民大学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

上市公司并购与重组/梅君等编著. 5版.

北京: 中国人民大学出版社, 2008

经济管理类课程教材·证券系列

ISBN 978-7-300-09334-5

I. 上…

II. 梅…

III. ①上市公司-企业合并-高等学校-教材②上市公司-资产重组-高等学校-教材

IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 066418 号

经济管理类课程教材·证券系列

主 编: 吴晓求

副主编: 赵锡军 董安生

上市公司并购与重组 (第五版)

梅君 李悦 胡松 编著

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

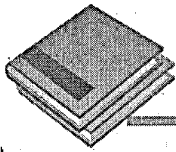
印 刷 北京雅艺彩印有限公司 版 次 1996年6月第1版

开 本 170mm×228mm 16开本 2008年5月第5版

印 张 24.25 印 次 2008年5月第1次印刷

字 数 445 000 定 价 33.80元

版权所有 侵权必究 印装差错 负责调换



总 序

由我主持编写的这套《证券系列教材》，历经四个版本：第一个版本是1996年8月中国人民大学出版社出版的《证券业从业人员资格考试系列教材》（简称96版），96版系列教材由七个分册组成，即《公司的设立与改组》、《证券与证券市场》、《证券发行与交易》、《证券投资分析》、《公司并购原理与案例》、《海外证券市场》和《中国证券法规总汇》。在试用一年后，我和我的同事们对96版系列教材内容做了全面修订、补充和调整，形成了97版系列教材，并仍由中国人民大学出版社出版。97版系列教材增加到八个分册，即：《公司的设立与改组》、《证券市场基础知识》、《证券发行与承销》、《证券上市与交易》、《证券投资分析》、《公司购并原理与案例》、《海外证券市场》、《中国证券法规总汇》。1999年7月1日生效的《中华人民共和国证券法》，标志着中国证券市场的制度架构和法制建设正在走向规范。在这一重要背景下，我们对97版系列教材作了较大修改，形成了2000版系列教材。2000版系列教材只对内容作了充实和修改，保持了97版系列教材的基本结构。2000版系列教材改由中国财政经济出版社出版。

无论是96版、97版还是2000版，从内容到结构，主要是参照1997年7月4日中国证监会颁布的《证券业从业人员资格培训及考试大纲（试行）》的要求编写的，读者对象主要是证券从业人员，目的主要是证券业资格考试，因而具有务实性和针对性的特点。2001年，针对全国许多高校特别是财经院校在金融专



业课程中大幅度增加了证券方面的课程，为了使在校本科生、研究生能系统学习证券基础知识、基本理论和基本方法，我们又对 2000 版系列教材的内容作了重大修改，并进行较大幅度的结构性调整，形成了内容完整、体系庞大的 2001 版系列教材。2001 版系列教材由“基础知识模块”、“业务教程模块”、“规则体系模块”和“教学案例模块”等四大模块、十三个分册组成。2001 版系列教材由中国人民大学出版社 2001 年 12 月出版。

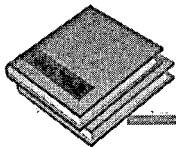
96 版到 2001 版的这四个版次，是当时我国体系最为完整、内容最为全面的证券系列教材，受到读者的广泛欢迎。现在流行于市的很多教材的素材和结构，都或多或少与这四个版次的系列教材有关。这四个版次的系列教材是中国人民大学金融与证券研究所（FSI）研究团队心智的体现和创造性劳动的结晶。

应中国人民大学出版社的要求，2007 年我们又对 2001 版系列教材进行了 1996 年问世以来的第五次修订，形成了摆在读者面前的 2007 版系列教材。这次修订的主要任务是压缩规模、调整结构、充实内容，将 2001 版的四个模块十三个分册的篇幅在内容重组的基础上压缩成四个分册，即《证券市场概论》、《证券发行与交易》、《证券投资分析与投资管理》和《上市公司并购与重组》。2007 版系列教材吸收了一些新的研究成果，内容更加简洁、准确。

2005 年 5 月启动的股权分制改革，标志着中国资本市场进入了一个新的发展阶段。我们有理由相信，随着股权分置改革的成功，大型蓝筹股的回归、良好宏观经济基本面的持续和人民币升值的预期，中国资本市场正进入一个全盛发展时期。2007 版系列教材将伴随并见证这一资本市场的繁荣发展时期。

吴晓求





前 言

中国资本市场又上新台阶：2007年，上证综合指数最高达到6 100多点，上海、深圳两个证券交易所股票总市值一度超过32万亿元人民币，使中国内地资本市场成为仅次于美国、日本、英国之后的世界第四大市场。推动资本市场持续向好的因素很多，其中之一就是优质资产通过并购重组、整体上市、资产注入等方式大量进入资本市场，改善了上市公司基本面。特别是对于处于财务困境中的上市公司来说，盈利能力强的公司借壳上市，使其基本面发生根本变化，有利于提高上市公司总体质量。毋庸讳言的是，在上市公司并购重组大潮中，鱼龙混杂，问题很多。这些问题主要有：违规信息披露，内幕交易，操纵市场，利益输送，长期停牌，缺乏民事救济机制等，严重损害了广大中小投资者的利益。

胡锦涛同志在2007年8月28日主持中共中央政治局第四十三次集体学习时发表的讲话中指出，金融越发展，越要加强监管。要坚持把金融监管作为金融工作的重中之重，加快金融法制建设，不断完善金融监管体制机制，改进金融监管方式和手段，健全金融监管协调机制，做好金融重点领域和重点环节监管，加快构建金融安全网，依法打击各种金融违法犯罪行为，不断提高监管能力和水平。^①这充分说明了中央对金融市场包括证券市场监管的高度重视。在这种背景

^① 见《中国证券报》，2007-08-30。

下，中国证监会于2007年9月17日推出了酝酿多时的六部法规及规范性文件，完善了我国证券市场基础性制度建设，有利于上市公司并购重组的监管。

这六部法规和规范性文件是：《上市公司重大资产重组管理办法（征求意见稿）》^①、《上市公司非公开发行股票实施细则》、《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第25号——上市公司非公开发行股票预案和发行情况报告书》、《关于规范上市公司信息披露和相关各方行为的通知》、《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》和《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》。加上2006年发布和实施的《上市公司证券发行管理办法》、《上市公司收购管理办法》、《上市公司信息披露管理办法》和将要发布实施的《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》等，构成了上市公司并购重组比较完整的法律规范，有利于净化市场环境，打击内幕交易和操纵市场。由于这些法规和规范性文件是在2005年10月27日新修订的《中华人民共和国公司法》和《中华人民共和国证券法》的基础上、充分考虑到了股权分置改革基本完成和资本市场持续发展的情况下制定和实施的，因此具有较强的可操作性和适用性。特别是2007年9月推出的法规和规范性文件，有不少创新或突破之处，主要体现在以下八个方面：

第一，强化并购重组信息披露的及时性、公平性，增加透明度，打击内幕交易。要求上市公司在董事会就并购重组事宜做出公告前，如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。少数上市公司明明在开始筹划重大资产重组、收购、发行股份等，却在澄清公告及股票交易异常波动公告中披露不存在重大事项。针对此种不实披露，为遏制和打击内幕交易行为，证监会要求上市公司在公告中披露不存在重大资产重组、收购、发行股份等行为的，应同时承诺至少3个月内不再筹划同一事项。澄清公告涉嫌虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，证监会将依法追究法律责任。同时，要求内幕信息知情人在相关事项依法披露前负有保密义务，在上市公司股价敏感重大信息依法披露前，任何内幕信息知情人不得公开或者泄露该信息，不得利用该信息进行内幕交易。

第二，加强并购重组中资产评估和盈利预测的后续监管，强化中介机构的责任。规定会计师事务所应当对相关资产的实现盈利与原报告的差异情况出具审计意见，并规定交易对方或者特定对象应承诺对盈利预测的未实现部分进行补偿。实施重大资产重组的上市公司应聘请财务顾问，财务顾问应履行尽职调查、发表

^① 《上市公司重大资产重组管理办法》已于2008年4月18日正式发布。

专业意见等职责。证监会还将出台《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》，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；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。

第三，鼓励实质性、战略性重组，对上市公司重组后的非公开发行不设时间间隔要求。但是，上市公司在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控股股东或实际控制人发生变化的，上市公司在重组后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不少于一个完整会计年度。

第四，设立上市公司并购重组审核委员会，专门负责对上市公司并购重组申请事项提出审核意见。根据《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》和《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》，对并购重组审核机制进行了重大调整，将上市公司并购重组审核委员会设立于中国证券监督管理委员会发行审核委员会中，专门负责对上市公司并购重组（包括以发行股份购买资产）申请事项提出审核意见，从而进一步规范审核制度，增强审核工作透明度，提高审核效率。

第五，规范了非公开发行的定价机制，对以重大资产重组、引进长期战略投资为目的的发行和以筹集现金为目的的发行采取了不同的定价机制。通过非公开发行进行重大资产重组或者引进长期战略投资为目的的，可以在董事会、股东大会阶段事先确定发行对象的具体名单、发行价格或定价原则、发行数量。因为其发行通常对发行对象有特定的要求，除了能带来资金外，往往还能带来具有盈利能力的资产、提升公司治理水平，优化上下游业务等。同时规定，此类发行对象认购的股份应锁定36个月以上。对于以筹集现金为目的的发行，应当在取得发行核准批文后采取竞价方式定价，最终发行价格和发行对象必须在取得发行核准批文后，经过有效的市场竞价产生。

第六，针对非公开发行股票涉及重大资产重组的操作问题，规定重大资产重组与非公开发行股票筹集资金应分开办理，分两次发行。

第七，对上市公司申请股票停牌提出了新要求。规定上市公司在三种情况下应向证券交易所主动申请停牌，一是预计筹划中的重大事件难以保密或相关事件已经泄露的，上市公司应及时向证券交易所主动申请停牌，直至真实、准确、完整地披露信息。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。二是发生涉及上市公司的市场传闻或在没有公布任何股价敏感重大信息的情况下股票交易发生异常波动时，上市公司应向证券交易所主动申请停牌，并核实有无



影响上市公司股票交易的重大事件，不得以相关事项存在不确定性为由不履行信息披露义务。三是，上市公司拟实施无先例、存在重大不确定性、需要向有关部门进行政策咨询、方案论证的重大事项，要先向证券交易所申请停牌，再向有关部门进行政策咨询和方案论证。

第八，首次作出了由上市公司对是否存在违规行为进行举证的要求。上市公司在向证监会提起行政许可申请时，应充分举证相关内幕信息知情人及直系亲属等不存在内幕交易行为，以提高上市公司和相关人员的法律意识。同时规定了相应的监管措施，一是要求证券交易所对公司股价敏感重大信息公布前股票交易是否存在异常行为进行专项分析，并报证监会。二是证监会可对上市公司股价异动行为进行调查，调查期间将暂缓审核上市公司的行政许可申请。

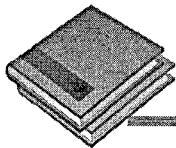
同时必须指出的是，仍有一些问题没有从根本上解决。第一，惩治不力。针对不规范行为，特别是违法违规行为，其主要措施是责令改正、整改期间暂停受理文件、认定相关责任人为不适当人选、实施市场禁入、追究法律责任等。对中介机构的监管措施包括诚信记录记载和公示、进行监管谈话、限期整改、整改期间暂停受理专业文件、取消业务资格、追究法律责任等。这些措施看起来是那么苍白无力。第二，对长期停牌的问题没有提出解决办法，只是要求每周定期披露信息。第三，民事赔偿责任在实际操作中仍有难度。所有这些，都需要在未来的制度建设中逐步解决。

上市公司并购与重组，是优化资源配置，提高市场效率的重要手段。我们编写本教材的目的，就是让上市公司和广大投资者了解上市公司并购与重组的基本知识和相关法律法规，充分利用并购重组手段做优做强上市公司，在并购重组中最大限度保护投资者利益，维护证券市场公开、公平、公正原则，促进中国资本市场健康发展。

本书前身是《公司并购原理与案例》（2001年第三版时改为《公司并购原理》）。先后参加第一版到第三版编写的有：汤欣、陈列江、刘海奕、夏有力、赵亮、齐斌等。本次编写结构调整很大，内容也做了较大幅度的改动。在丛书主编吴晓求教授的统一安排和指导下，先由梅君提出全书编写大纲，经讨论修改后，由梅君（第五、七、八、十三、十四、十五、十六章）、李悦（第六、九、十、十一、十二章）和胡松（第一、二、三、四、十七、十八、十九章）分工写作，最后由梅君定稿。由于时间仓促，编写者水平有限，错误之处在所难免，欢迎广大读者提出宝贵意见。

梅 君





目 录

第一编 上市公司并购的基本理论

第一章	公司并购的基本概念 /3
	第一节 公司并购的概念与特征 /3
	第二节 西方公司并购的种类 /11
第二章	公司并购的理论与动机 /20
	第一节 公司并购的理论及评价 /20
	第二节 公司并购的动因及效应分析 /26
第三章	公司并购与中介机构 /37
	第一节 投资银行概述 /37
	第二节 公司并购中投资银行的作用 /41
	第三节 公司并购中的其他中介 /47
第四章	公司并购的发展与现状 /55
	第一节 全球公司并购的发展历程 /55
	第二节 我国上市公司并购的发展及展望 /66



第二编 上市公司并购的基本程序

第五章	目标公司的选择 /85
	第一节 目标公司选择与企业战略 /85
	第二节 目标公司选择与协同效应 /90
	第三节 目标企业选择与财务审查 /93
	第四节 目标公司选择与法律审查 /98
	第五节 目标企业博弈论 /102
第六章	目标公司的评价 /108
	第一节 评价并购目标的意义 /108
	第二节 对目标公司的尽职调查和要素评价方法 /109
第七章	目标公司的收购 /126
	第一节 目标公司收购中的投标 /126
	第二节 目标公司收购中的谈判 /132
	第三节 合同 /136
第八章	目标公司的整合 /143
	第一节 目标公司整合概述 /143
	第二节 人力资源整合 /146
	第三节 资产整合 /150
	第四节 财务整合 /152
	第五节 管理整合 /156
	第六节 文化整合 /157

第三编 上市公司并购中的财务问题

第九章	上市公司并购中的价值评估问题 /165
	第一节 价值评估的一般问题 /165
	第二节 目标公司价值评估的基本原理 /168
	第三节 整体价值评估的收益现值法 /170
	第四节 市场比较法 /175



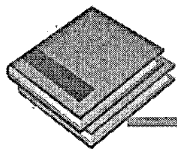
	第五节 基于风险投资的目标公司价值评估 /179
	第六节 公司并购中的无形资产评估 /189
	第七节 期权估价——企业价值评估的新方法 /190
第十章	公司并购的支付方式 /194
	第一节 现金支付方式 /194
	第二节 股权支付方式 /197
	第三节 综合证券支付方式 /200
	第四节 影响支付方式的因素 /202
第十一章	公司并购中的财务和融资问题 /209
	第一节 融资政策的选择 /209
	第二节 融资渠道及其分析 /211
	第三节 公司融资方式的确定 /215
	第四节 采用杠杆收购时的资本结构规划 /216
第十二章	公司并购中的会计和税收问题 /220
	第一节 公司并购中的会计问题——合并会计 /220
	第二节 公司合并会计的方法 /221
	第三节 不同模式下的公司并购所涉及的会计问题 /228
	第四节 对合并会计问题的举例说明 /229
	第五节 公司并购中的税收筹划问题 /237
第四编 上市公司并购中的若干重要问题	
第十三章	上市公司并购的法律监管 /249
	第一节 公司并购过程中监管的重要性 /249
	第二节 美国对公司并购的法律监管 /250
	第三节 英国对公司并购的法律监管 /256
	第四节 中国香港对并购的法律监管 /258
	第五节 中国内地对公司并购重组的法律监管 /262
第十四章	上市公司的跨国并购 /271
	第一节 跨国并购的含义及作用 /271



	<p>第二节 跨国并购的法律环境 /275</p> <p>第三节 中国企业对外国企业的并购 /284</p> <p>第四节 外资对中国企业的并购 /286</p>
第十五章	上市公司的反收购 /290
	<p>第一节 反并购的法律策略 /291</p> <p>第二节 反并购的管理策略 /293</p> <p>第三节 反并购的股票交易策略 /296</p>
第十六章	上市公司的管理者收购 /300
	<p>第一节 管理者收购的基本理论 /300</p> <p>第二节 中国上市公司的管理者收购 /304</p> <p>第三节 MBO 的意义 /306</p> <p>第四节 MBO 应该解决的若干问题 /308</p> <p>第五节 与 MBO 相关的杠杆收购 /311</p>
第五编 上市公司重组的理论实务	
第十七章	上市公司重组概论 /317
	<p>第一节 上市公司重组的概念与类型 /317</p> <p>第二节 我国上市公司重组的历程与特点 /323</p> <p>第三节 我国上市公司资产重组与债务重组实务 /327</p>
第十八章	上市公司重组中的法律问题 /337
	<p>第一节 股权分置改革前我国上市公司重组中存在的法律问题 /337</p> <p>第二节 股权分置改革后我国上市公司重组法律体系建设 /346</p>
第十九章	上市公司重组中的财务问题 /355
	<p>第一节 上市公司虚假财务信息：理论分析 /355</p> <p>第二节 我国上市公司重组中的财务欺诈行为分析 /361</p> <p>第三节 后股改时代公司虚假财务信息的防范 /369</p>

主要参考文献 /374

第一编 上市公司并购的基本理论



第一章

公司并购的基本概念

第一节 公司并购的概念与特征

一、公司并购的相关概念

公司并购是兼并 (merger) 与收购 (acquisition) 的合称, 在西方两者习惯于联用为一个专业术语 merger and acquisition, 缩写为 M&A。随着金融结构的不断演进和金融创新的不断发展, 公司并购的内涵和外延也处在不断变化和延伸之中, 与此相关的概念主要有:

▶▶▶ (一) 兼并

merger 在《新大不列颠百科全书》(The New Encyclopedia Britannica) 被解释为: 指两家或更多的独立公司或公司合并组成一家公司, 通常由一家占优势的公司吸收一家或更多的公司。兼并行为可以通过以下方式完成: 用现金或证券



购买其他公司的资产、购买其他公司的股份或股票、对被收购公司的股东发行新股票以换取其所持有的股权（从而取得公司的资产和负债）。^①《大美百科全书》（*Encyclopedia American*）也对兼并一词进行了界定：兼并在法律上，是指两个或两个以上的公司组织组合为一个公司组织，一个厂商继续存在，其他厂商丧失其独立身份。唯有剩下的厂商保留其原有名称和章程，并取得其他厂商的资产。这种公司融合的方法与合并不同，后者是组成一个全新的组织，此时所有参与合并的厂商皆丧失其原来的身份。^②

显然，上述两个定义均强调了两个或两个以上的公司通过法定方式合并重组为一个公司，重组后只有一个公司继续保留其合法地位的这一特性，这一特性也构成了兼并最基本的内涵。此外，兼并的定义还涉及另外两个重要方面：相关公司在合并过程中各自所处的地位和合并所采取的方式。就前者而言，公司兼并表现为有一个公司会处在主导地位，根据有关规定和程序选择其所要兼并的目标公司，而被兼并公司会处在被动和防御的地位。具体来说，兼并方法人地位存续，而被兼并方的法人地位通过资产负债的合并而消失。例如，A公司兼并B公司，其后A公司依然合法存在，B公司法定地位则消失，用公式来表示就是“A+B=A”，因此，兼并也叫吸收合并。就后者而言，不同的支付方式也会导致兼并行为的差异性，这也是公司兼并最具技术性的地方。二者相互作用，相互影响，使兼并活动异彩纷呈，魅力无限。

▶▶▶ (二) 合并或联合

在西方公司法中，公司合并有两种方式：吸收合并（存续合并）和新设合并（创立合并）。例如，《美国标准公司法》规定：公司可与另一公司合并，合并有两种方式：一种是吸收合并，法律又称为兼并，即一公司接收另一公司；另一种是新设合并，法律又称为联合，即在接收几家现有公司基础上设立一家新公司。又如《日本公司更生法》规定：公司可与另一公司合并，合并有两种方式：一种是吸收合并，即一公司接收另一公司；另一种是新设合并，即在接收几家现有公司基础上设立一家新公司。^③根据西方公司法的上述有关规定，新设合并的一般含义是指两个或两个以上的公司依契约及法令归并为一个公司的经济行为，归并

^① The New Encyclopedia Britannica, *Encyclopedia Britannica*, Inc., Volume 8, 15th Edition, 1993, pp. 34 - 35.

^② 《大美百科全书》，第十八卷，426页，北京，外文出版社，1994。

^③ 董冬著：《公司法全书》，北京，中国工人出版社，1993。

